

政策委員会・金融政策決定会合議事録

開催日：2001年11月29日

開催場所：日本銀行本店政策委員会会議室

出席者：議長 速水 優 （日本銀行総裁）
山口 泰 （日本銀行副総裁）
三木利夫 （審議委員）
中原伸之 （審議委員）
植田和男 （審議委員）
田谷禎三 （審議委員）
須田美矢子 （審議委員）
中原 眞 （審議委員）

政府からの出席者：

財務省	藤井秀人	大臣官房総括審議官（9:00～12:21）
内閣府	竹中平蔵	経済財政政策担当大臣（9:00～11:37）
	薦田隆成	大臣官房審議官（経済財政－運営担当） （11:39～12:21）

（執行部からの報告者）

理事	松島正之
理事	永田俊一
企画室審議役	白川方明
企画室参事役	雨宮正佳
金融市場局長	山下 泉
調査統計局長	早川英男
調査統計局企画役	吉田知生
国際局長	平野英治

（事務局）

政策委員会室長	横田 格
政策委員会室審議役	中山泰男
政策委員会室調査役	斧淵裕史
企画室調査役	山岡浩巳
企画室調査役	長井滋人

I. 開会

速水議長

それでは定刻になったので、ただ今から金融政策決定会合を開催する。

(午前 9 時開会)

本日は、金融経済情勢に関する執行部報告、続いて委員方による金融経済情勢と金融政策運営方針についての討議、もしあれば政府からの出席者の発言、そして金融市場調節方針の採決という順序で進めたいと思う。最後に前々回会合の議事要旨を承認して頂く予定である。なお本日は、藤原副総裁が怪我による入院によって欠席のため、8名での議事ということになる。政府からの出席は、本日は、内閣府からは竹中経済財政政策担当大臣、財務省からは藤井総括審議官である。予めお断りしておくが、会合の中で出された意見、発言等は全て記録することを前提としているので、委員方、政府からの出席の方々におかれては、そのことを前提に発言頂くようお願いする。

II. 金融経済動向についての執行部からの報告

速水議長

まず、金融経済情勢等に関する執行部からの報告をお願いしたい。最初に、金融市場局から、前回会合以降の金融市場調節の実績と最近の金融為替市場の動向について説明してもらおう。山下金融市場局長をお願いする。

1. 金融調節、金融・為替市場動向に関する報告（資料-1、2）

山下金融市場局長

まず、前回会合以降の金融調節実績だが、外銀の超過準備保有が引き続き3兆円台の高水準で推移したことに加えて、11月16日からの新積み期入りに伴い、各金融機関が準備預金の積み増しを積極的に進めたことなどを背景に、当座預金需要が高水準を続けたことから、当座預金残高を9兆円程

度とするオペレーションを行なってきた。その結果、無担オーバーナイトレート加重平均レートは 0.002% から 0.003% のゼロ金利水準で安定した推移を辿った。このように足許の短期金融市場は、本行による大量の資金供給のもとで総じて落ち着いた動きを示しているが、当面の金融調節運営上、留意すべきポイントとしては次の二点が挙げられると思う。第一は、外銀による超過準備保有の動向である。11月16日以降の平均残高は、3兆3千億円ということで、前月の10月積み期の同時期における残高が、約2兆5千億円なので、これをかなり上回る額になっている。今後、多くの外銀にとって期末となる年末にかけても、こうした大量の超過準備が保有し続けられるのかどうかを含めてその動向を引き続き注視していきたいと思う。第二のポイントは、年末越え資金調達の動向である。本行による年末越え資金供給額は、昨日段階で39兆2千億円とY2K、あるいはRTGS要因から大量資金供給を行なった一昨年、昨年を上回るペースとなっている。こうした大量の資金供給を受けて、これまでのところ年末資金を取り急ぐ動きはほとんどみられていない。このため、年末越えプレミアムも3~4bp程度に止まるなど、年末越えのターム物レートも大変落ち着いた推移を辿っている。ただ、年末まで残すところほぼ1か月となって、さすがにここにきて一部金融機関で、年末越え資金調達をやや積極化させる動きがみられはじめているため、年末越えのレートがやや強含んできている。例えば、年末越えの国債買入、レポ・オペ、年末越えの手形買入、短国買入の平均落札レートを見ると、一部都銀等の調達積極化からいずれもここにきてやや強含む傾向にある。これまでのところの上昇幅は、1~2bpに止まっていて、取り立てて問題視すべき状況ではないが、今後の金融システム問題の帰趨等によっては年末越えのレートが最終段階で跳ね上がるリスクもないとは言えないので、引き続きマーケットの地合いを睨みながら弾力的な資金供給を続けていきたいと思う。なお、当面の金融調節運営に関しては、明日の月末日が地方交付税交付金の支払などから6兆3千億円の資金余剰、12月4日が9月決算関連の税揚げなどから7兆4千億円の年間最大級の資金不足となる見込なので、この両日の調節がポイント

トとなる。現状では、外銀の超過準備大量保有という大きな不安定要因があるうえ、月末要因と12月4日の大幅資金不足要因が重なる形になるので、予備的な資金需要が膨らみやすい環境にある。このため、月末日の資金余剰分について大量の資金吸収を行なうのは難しい状況にある。従って、明日以降12月4日までは、10兆円を大幅に上回る当座預金残高となる公算が大きい。私共としては、資金需要動向に応じ、潤沢な資金供給を弾力的に行なっていくことにより、資金需給が大きく変動する月末、月初を円滑に乗り切っていきたいと考えている。

次に前回会合以降の金融・為替市場動向だが、株価が日経平均ベースで一時的に1万1千円を回復するなど総じて底固く推移したこと、円の対ドル相場が121円台から124円台まで急速に円安化したこと、さらには低格付の社債流通利回りの対国債スプレッドが企業の信用リスクに対する投資家の見方の慎重化などを背景に、一段と拡大していることなどが特徴である。全体として、大手銀行による不良資産処理額の大幅拡大と13年度業績予想の下方修正の公表、大成火災の破綻、あるいは欧米格付機関による相次ぐ格下げの動きなど、金融システム不安懸念や信用リスクの拡大を意識させる材料が目立つ展開となった。この間の外部環境の変化としては、米国株価、特にNASDAQが総じて底固い動きを示す中で、米国長期金利が大きく反転上昇したことが注目される。テロ前の9月10日と直近の変化幅をみると、残存期間が5年以上のところでは、既にほぼテロ前の水準まで戻した格好となっている。これはアフガニスタン情勢の進展や、この間に公表された景気指標が市場予想比上振れとなったことなどに加えて、これまで金利先安感等から中長期債を買い入れてきた日系金融機関をはじめとする投資家が、やや狼狽的な売りに転じたことも一因とみられる。10年債ベースでみると、テロ後11月7日の直近ボトムまで64bp低下し、その後直近ピークの今週月曜日までの上昇幅は84bpと大きな振幅となっている。こうした急激な長期金利の上昇は、大規模テロ以降の大幅な金利低下の調整という色彩が強い訳であるが、株価を支えている米国景気のV字型回復への期待が債券市場にも拡がりつつあることも寄与していると

いう見方も聞かれる状況である。こうした米国長期金利動向の大きな変化を受けて、わが国の対外債券投資も10月に5兆円、11月5日週に1兆円の大幅買い越しとなった後、先々週、先週は2週連続で1兆円前後の売り越しに転じている。このような外債投資動向の変化が、外銀の超過準備保有にどのような影響を及ぼすのか注目していきたいと考えている。この間の各市場動向の特徴を個別にみていくと、まず株式市場では、日経平均株価が今週26日に1万1,064円と8月下旬以来の1万1千円台を回復するなど、かなり水準を切り上げた。9月17日の直近ボトムが9,504円なので、そこからは1,500円方戻ったことになる。こうした26日までの株価の上昇は、米国株価、特にNASDAQの底固さがハイテク株の買い戻しに繋がったこと、円安の進展が自動車関連を始めとする輸出関連株の反発を呼んだこと、さらには大手銀行の中間決算発表に当たり、思い切った不良債権処理とトップの若返りを含むリストラ策が打ち出されたことが好感され、銀行株が反発したことなどを背景としたものである。もっとも、その後は利喰い売りや持ち合い解消売りの動きが拡まったほか、一昨日の引け後に公表された新潟鐵工所の破綻が嫌気され、銀行株、さらには低位株に売りが集中して、昨日は324円安と大幅な下落となっている。本日も昨日の米国株がエンロン社の破綻懸念の強まりを受けて、大幅に下落していることから今日も恐らくさらに下がるものと思われる。ちなみに、この間の個別銀行株の動きをみると、あさひ銀行が11月9日に終値ベースでは92円まで下げた後、思い切った不良資産処理策の公表を受けて足許では100円台を回復するなど、ひとまず落ち着きを取り戻した格好となっている。もっとも、銀行株指数は、26日には238ポイントまで戻していたが、一昨日の新潟鐵工所の破綻により、メインバンクのみずほやUFJを中心に大幅に下落した結果、同指数は11月9日の水準を下回る224ポイントまで低下している。今後の株価動向については、日本道路公団など主要特殊法人の廃止、民営化が決定されるなど小泉政権の構造改革が進展をみせ始めていることや、大手銀行が思い切った不良債権処理を決定するなどプラスの材料も少なくないが、一方で、これまでの株価の反発を支えてき

た米国景気のV字型回復期待が後退するリスクは依然小さくないこと、相次ぐ企業破綻が、信用不安、金融システム不安再燃に繋がりやすい地合いにあること、さらには上値では引き続き持ち合い解消の圧力が強いということなどがマイナス要因としてある。当面は、上値の重い展開が続くという見方が一般的である。次に長期金利の動向をみると、10年債利回りは、先週は第二次補正予算で国債増発が見送られる見通しとなったことが好感されたことなどから、1.330%まで低下した。その後今週に入ってから、一部外人投資家が日本国債の格下げ懸念や年末決算接近に伴い、金利スワップのペイ・ポジションを閉じる動き、すなわち現物の国債を売却して金利スワップのレシーブを行なうことによって、ポジションを手仕舞う動きがみられたため、長期国債利回りが1.4%付近まで上昇し、一方でスワップレートが低下する展開となった。こうした外人のポジション整理に伴う動きからスワップレートと国債利回りのスプレッドは、大きくマイナスに振れるというやや異常な状況となっている。ただ、10年債利回りが1.4%に近付いてくると、着実に押目買いが入ってくるほか、一昨日決定された政府の来年度予算編成方針や中期経済財政展望でも、改めて小泉政権の財政構造改革路線が確認されたことや、昨日発表されたS&P社の国債格下げが、予想比小幅の1ノッチに止まったことからマーケットに安心感が拡がり、昨日は再び1.360%まで低下している。10年債利回りについては、当面1.2%~1.5%の狭いレンジの動きを予想する向きが引き続き多い状況である。この間の社債利回りの対国債スプレッドは、高格付債では引き続き横這い圏内での動きとなっている一方、BBB、BB格などの低格付債では、企業の信用リスクに対する投資家の見方が一段と慎重化してきていることを映じて、一部業績不振企業を中心にスプレッドは拡大している。マイカル破綻後のスプレッドの拡大状況をみると、小売、卸売、輸送用機器、空運、鉄鋼などのスプレッドの拡大が目立っている。既に説明したように、一部上場企業であり、かつ日経225採用銘柄でもあった新潟鐵工所が会社更生法を申請したため、今月はこれで上場企業四社が破綻したことになる。こうした企業破綻の増大やいわゆる「30社リスト」に

関連した様々なルーマーが流れる中で、マーケットのリスク回避姿勢が一段と強まってきているように窺われる。また先週破綻した大成火災発行のCPがデフォルトすることになったが、同社の短期格付が最上位のA1プラスであったこともあって、投資家に大きなショックが走っている。CPの発行レートが優良先も含めてかなり上昇する展開となっている。この間、銀行セクターの対国債スプレッドでは、引き続きあさひ銀行の拡大が目立っており、昨日は238bpまで拡大している。また、クレジット・デフォルト・スワップ・レートもあさひ銀行は、10月24日以降取引が止まっているほか、みずほも100bpを上回る98年の金融不安時に匹敵する水準になっている。このように様々なマーケットで、信用リスクに対する警戒感がじわじわと広がる展開になっている点には、引き続き十分注意を払っていくことが必要と思われる。

最後に為替相場動向であるが、円の対ドル相場は、ドル高材料一色となるもとの121円台から124円台半ばまで急ピッチで円安化は進んだ。具体的には、米国経済指標の予想比上振れや、アフガニスタン情勢の進展という、米国サイドの材料があった一方、日本サイドでは信金、信組や上場企業の相次ぐ破綻、あるいは大成火災の破綻などから金融システム不安が意識されたほか、格付機関による国債格下げの動き、さらには本行の外債購入に関するFTの関連記事、憶測記事などもあって急速に円安化が進展する展開となった。もっとも、こうしたドルの反発を支えた米国サイドの景気回復期待も、現状では希望的観測の色彩が強いこともあって、120円台までくるとさすがに市場では警戒感が強まってくる。例えば一昨日のように、消費者コンフィデンスが市場予想より悪い結果を示すと、円が買い戻されるなど、足許はやや調整局面に入った感があり、目先はこれまでのような一本調子のドル高円安進行を見込む向きは少数派となっている。実際、本日は米国株価の大幅下落を背景に、123円前後まで円高方向に振れているという状況である。もっとも、リスク・リバーサル動きをみると、ドル/円は足許ややドル・ブル方向に振れているのに対して、ユーロ/ドルは、ほぼニュートラルに止まっている。為替市場における不美人投票では、

現在はやはりわが国が一番不美人ということになっているようである。当面円相場は120円～125円のレンジで、わが国の景気、金融システムの悪い材料に反応し易い展開が続くものと思われる。以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。

須田委員

二点質問したい。まず金融調節の話だが、別に当預の残高目標がどこかにあるということではないと聞いているが、資料の最初のページの説明にあるように「9兆円程度で推移させる調節を行なった」という書き方をすると、一見これが目的としてあるような感じに読めてしまう。そういうことがなければいいのだが。

山下金融市場局長

そういうつもりは全然ない。

須田委員

勿論それがないということは分かっているが、ただ私が最初に読んだ時にそう思ってしまった。

山下金融市場局長

表現は少し考えてみる。

須田委員

それからマクロ・ヘッジの問題だが、その会計上の取扱いがどうなるかという話を最近全然聞かないが、どうなっているのか。

山下金融市場局長

最近全然話が出てこない。銀行は多分もう1年延期されるものと安心していると思う。色々調整をしているようだが、まだ結論は出ていない。

中原伸之委員

先程の資金需要のところ、29日と4日のところをもう一回説明して欲しい。

山下金融市場局長

月末は地方交付税交付金の支払いなどによって、6兆3千億円の大規模資金余剰ということである。それから12月4日は9月決算関連の税揚げということで7兆4千億円の資金不足になる。非常に大きく資金余剰になって、今度は大きく不足に振れるということである。かつての地合いであれば、例えば2日前位から手形売出をやったりして、資金吸収を行ない、30日の余剰をとるが、今の雰囲気では吸収を沢山やるということがなかなか難しい状況である。今日は一応短国売現先と手形売出で1兆円取る調節をやった様子を見ようと思っているが、それで順調に取れば明日また1兆円前後の吸収をしていきたいと考えている。それでも明日は、ベースが9兆円前後で走っているうえに6兆3千億円の余剰があって2兆円しか取れない訳だから、13兆円とかいうそういうオーダーの当座預金残高になってしまう。ただ、無理をして取ろうとしても多分取れない状況だと思う。というのは、月末になると、先程申し上げた色々な不確実性要因もあって、月末越えのところ、資金を運用するという人が非常に少ない。例えば何兆というオーダーで資金吸収を行なっていくと、それこそ金利を大きく跳ね上げないととても吸収できないという状況なので、そこは無理をする必要はないというのが私共の判断である。そこは月末月初の調節の話である。

中原伸之委員

外債の売買で、10月は5兆円買って、その後は何と言ったのか。

山下金融市場局長

10月に5兆円買い、それから11月5日週にも1兆円買って、その後は先々週が1兆円強、先週は確か7千億円台だったと思うが、2兆円近くの売り越しになっている。

中原伸之委員

長期国債の利回りのレンジが幾らか。

山下金融市場局長

今は、マーケットでは1.2~1.5%位で、多分目先はもっと狭いレンジだと思うが、当面1.2~1.5%位の範囲内という相場観は変わっていないと思う。それは政府の構造改革路線が変わっていないという判断、つまり財政赤字がさらに一段と大きく膨らむということは想定していないということで、そういうレンジを想定していると思う。

中原伸之委員

円為替のレンジは幾らか。

山下金融市場局長

120円~125円位の範囲で当面、動くと思われる。

中原眞委員

外債投資のここ2週の売り越しは銀行か。

山下金融市場局長

金融機関である。その内訳までは必ずしも分からないが、ただ証券会社などから聞いていると、相当慌てているという感じの話である。

中原眞委員

損切りか。

山下金融市場局長

そういう部分もあると思う。

平野国際局長

大宗が金融機関で、銀行である。生保は余りないと聞いている。

中原眞委員

それから年末の資金繰り、資金ポジションは、大体銀行では固めているとみていいのだろうか。

山下金融市場局長

然り。

中原眞委員

年度末・決算期末に向けての外銀の動向というのは分かるか。円の資金操作については東京が責任を持ってみているとすれば、当然ながら色々な拠点から円資金についての今後の資金繰りを聞いて年末の資金ポジションを固めると思う。

山下金融市場局長

大きな超過準備を抱えている先にはヒアリングをかけて、そのような点を調べたいと思っている。確かに我々も心配しているのは、一つは、決算期末にかけて日銀の超過準備に置いておくというバランスがいいかどうかということで、例えばレポとか短国とか、別なところに円の世界で運用替えをしていくかということと、もう一つは、バランスシート自体が膨らむのはやはり問題なので、縮める、つまり為替スワップの取引自体を手仕

舞うということが考えられる。後者になると邦銀の外貨資金の調達に影響が出る可能性があるので、そういうのを含めて丁寧に調べたいと思う。

三木委員

そういう意味でいくと、9月11日以降のいわば緊急時モードで、その辺の動きは今の外銀の問題に大体収斂された形で、それ以外は月末、年末越えというのは、当然の話であって、大体通常の動きになってきているという理解で良いのか。

山下金融市場局長

これまでは、そのとおりで、9月11日以降はまずドルのファンディングが非常に難しくなって、そこでスワップを行なって外銀が膨らんだ後で、段々それが外債投資の方へ転換してきて、外銀の超過準備が大きく膨らむことによってマーケットが少し嫌気してきた訳である。ただ、このところは、先程申し上げたように、信用リスクということについての懸念が出てきていて、これからの銀行株の動向とか、それから今月は上場企業が四社も破綻している訳だがそういうのも含めて、やはり年末あるいは年度末に向けて、やはりマーケットの地合いはもう少しドメスティックな要因で慎重度が進んできている。

三木委員

流動性不安というのか、ドメスティックな要因で少し今度は変わって出てきているということか。

山下金融市場局長

可能性があるということである。そういうリスクをみながらいかないといけないと思う。

三木委員

それから米国債長期金利が 4%から 5%近くまでいったが、この辺はFRBの方はどうみているか。

山下金融市場局長

あまり騒いでいるようにはみえない。

三木委員

それからもう一つ、確認だが、上場企業四社倒産とはどこだったか。

山下金融市場局長

新潟鐵工所、大成火災、エルゴテックとナナボシである。

三木委員

エルゴテックの業種は何か。

山下金融市場局長

エルゴテックは建材および大手空調工事の業者である。ナナボシはメンテナンス工事だそうである。ナナボシは負債総額 62 億円という大証二部である。エルゴテックは同 440 億円で東証二部である。

速水議長

宜しいか。それでは次に移る。国際局から海外金融経済の動向について説明してもらおう。松島理事、平野国際局長お願いする。

2. 海外経済情勢に関する報告（資料-3）

平野国際局長

まず概況であるが、前回の会合以降に公表されたデータは、世界景気の同時的後退を示すものが多いということに尽きるかと思う。アメリカでは

既往の大幅な減産継続の効果から、ITセクターを除く製造業部門の在庫調整に目途がつきつつあるが、最終需要は引き続き弱い。

米国の経済について新しく出た主要経済指標の特徴点を報告する。まず家計関連では、11月の消費者コンフィデンス指数が10月比低下、それから10月の住宅着工も前月比減少と、いずれも弱い指標になっている。それから自動車販売だが、勿論まだ11月の走りでよく分からない部分があるが、昨日公表されたページブックによれば、11月の売れ行きはかなり鈍化しているということで、例のゼロ金利適用といったセールスプロモーションの効果が切れると、先行き反動減が懸念されるという表現になっている。企業部門であるが、10月の鉱工業生産は、前月比 -1.2% ということで、前月に引き続き大幅な減少になっている。ざっと考えると生産はこのところ年率でみて数%のピッチで減少している。それからCPIをみると、物価は引き続き落ち着き方向である。9月の財・サービス貿易収支をみると、輸出入とも減少傾向にある中で、傾向としては赤字は縮小方向にあるが、9月は8月に比べて相当赤字幅が大きく縮小している。これはテロ事件発生に伴う保険金の受け取り増という一時的な要因も加わって大幅な赤字縮小となったということである。米国の個人消費を巡る状況について、コンフィデンスと東京三菱銀行調査による週間チェーンストア統計を若干説明したい。グラフでみると、足許にかけて急速にコンフィデンスが低下しているという状況が見て取れる。また、週間チェーンストア統計の方は、現在は10月の27日週をボトムにして少し改善してきているが、テロ前の平均水準よりも大きく下回るところで動いている。既存店ベースの季調済みでは、前年比 $+2\%$ 前後のペースである。注目されているクリスマス商戦であるが、昨日のページブックでもその見方は区々となっている。全米の小売業界では、前年比 $+2.5\% \sim 3\%$ 程度の売上増を一応予測しているが、色々な調査でみると消費者のクリスマスシーズンにおける購買計画は、最近の調査ほど弱いという結果が出ており、蓋を開けてみるまではよく分からないが、慎重めにみておいた方がいいのではないかと考えている。

三木委員

2%増位か。

平野国際局長

この週間チェーンストア統計では前年比で+2%増である。米国製造業の在庫の状況を図表3の在庫循環図でざっと確認すると、(4)のコンピュータ・電子機器については、前回の決定会合で調査統計局長からも説明があったように、製造業全体としても少し回り始めている。それから(2)の製造業(除くコンピュータ、電子機器)、つまりIT関連を除く製造業の在庫調整は、45°線に近付いており、ほぼ目途がつきつつあるともみえる。昨日のページブックでも在庫調整は大きく進展したという表現になっている。しかし最終需要は引き続き弱いということかと思う。

金融市場について若干コメントする。金融市場局長から報告があったように、金融市場では長期金利の上昇がこのところ際立っている。株価も総じてみれば堅調である。それに加えて、株価のボラティリティをみると、かなり低下してきている。それから信用スプレッドをみても、低格付債の信用スプレッドはこのところかなり低下してきており、レベルは高いが、低下してきているということで、全体とすると投資家のリスク認識も幾分後退していることが見て取れる。テロ事件後の悲観心理が、アフガニスタンにおける軍事行動の早期終結期待もあって反転して、これまでの質への逃避的な投資行動の巻き戻しがみられているという面が大きいかと思う。テロ・ファクターで大きく振れた市場心理が幾分落ち着きを取り戻しつつあるとすれば、この先市場は経済の基調的变化により注目していくことになろうと思われる。こうした状況の中で、FF先物金利のイールドを見ると、次回12月11日のFOMCでの25bpの利下げをかなり織り込んでいる姿が見て取れるが、来年央には利上げに転じるというような見方になっている。

11月26日にNBERが10年振りに景気転換点の認定を行ない、米国

景気が2001年3月からリセッション局面に入ったとしている。この定義に従うと、現在はリセッションに入ってから既に9か月目ということになる。在庫調整の進展にみられるように、景気のボトムが少しずつ形成されつつあるということであり、消費の一段の減速といった下方リスクが表面化しなければ、一応、来年半には回復過程に入るとみることができる。しかし、当面設備投資の回復に期待が持てないことに加えて、雇用情勢が悪化する中で、家計、消費の回復力も弱いとすれば、いずれにしても回復ペースは緩やかということかと思う。

次に、ヨーロッパである。最近ユーロエリアでも景気の減速感が非常に強い訳であるが、それを引っ張っているのはドイツであり、ドイツは景気後退色が非常に強くなってきている。第3四半期のGDPが出たが、前期比年率 -0.6% であり、第2四半期が -0.1% なので、僅かにマイナス成長、達観すればゼロ成長近傍で走っているという状況にまで落ち込んでいる。景気の足を引っ張っているのは、最終需要で見れば、設備投資であり、それから個人消費も減少に転じているというのが特徴である。ドイツのその後の景気指標では、10月のIFO景況感指数が一段と悪化しており、ドイツでは足許の景気は急速に後退色を強めている。

最後にアジアの状況について簡単に説明する。実質GDPは、大体第3四半期のGDPが揃いつつあり、それをみると、台湾、シンガポールで大幅な景気後退が続いているが、マレーシアもマイナスになっている。一方、韓国は輸出の減少、設備投資の減速が続いているが、積極的な公共投資や個人消費の底固い伸びから、第3四半期は比較的健闘したというか高めの伸びを記録しており、第3四半期の前期比年率で見ると、 5% の成長になっている。ただ、韓国の第3四半期の数字については、在庫のプラス寄与が相当大きい。要するに在庫は取り崩されているがその取り崩し幅が大きく縮小したということであり、韓国についてはこの数字で表現される程の実力はなく、要すれば大幅な財政出動によって景気が支えられているとみるのが適切かと思う。アジア地域の輸出には、大きな変化はなく、引き続き落ち込んでいる。台湾は9月に大きく落ち込んだ反動で10月はちょっと

マイナス幅が縮小しているが、均してみれば前年比2割前後のマイナスが続いている。そうした中で個別の品目をみると、台湾、あるいはシンガポールなど一部では半導体関連の輸出が幾分持ち直す気配が窺われており、半導体関連の在庫調整が全体に進展する中で、価格もちょっと持ち直しているが、それに符合する動きということで一部にやや明るい面もみられる。それから中国であるが、26日に政府の機関である国家統計局が、2001年の経済見通しを公表している。実質GDPは、2001年通年で前年比+7.3%、輸出は通年で+4.0%という見通しを公表した。第3四半期までは実績が出ているので、第3四半期までの実績を控除して、この見通しに織り込まれた第4四半期の伸びを試算してみると、第4四半期のGDPは前年比で+6.6%、輸出は-4.9%という格好になっており、年末にかけて輸出の減少を主因とするさらなる景気減速を想定している姿がみて取れる。これが前期比年率ベースでどうなるかということ、JPモルガンの試算では、第4四半期が前期比年率で5%前後の風速だということである。そうすると中国は、第1四半期が+10%であるが、第2四半期以降は大体+5%前後の等速で走っており、第2四半期からぐっと減速して等速で走っている。その結果として前年比の伸び率がじりじり落ちてきている。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

須田委員

一点だけ聞きたいが、韓国は結構財政出動があるというが、財政収支はどのような動きをしているのか。

平野国際局長

財政支出の数字そのものは今持っていないが、確か補正の規模だけでもGDPベースで1.5%位の大規模補正を打っていると思う。それからその中身であるが、公共投資と雇用対策で相当厚めに出している。さらに直近

では、自動車とか家電に特別消費税が掛けられているが、これを減税することである。これはまだ最近の動きなのでこれからその効果が出てくる訳であるが、相当大規模な財政出動によって経済を支えているというのが事実である。中身については調べて後程ご報告する。

須田委員

財政赤字で大変だという国ではない訳か。

平野国際局長

そうではない。アジアの中で日本を除いて財政赤字が結構大きい国は、インドネシア、フィリピン、タイである。ここら辺りが確か政府債務のGDPに対する比率が60%をかなり越えてきている。アジアは全体的に、政府債務のGDPに対する比率が低いが、その三つの国については結構高いところにきているので、余力が少しずつ乏しくなっていると思う。

先程金利の上昇について、Fedが心配していないのかという指摘があったが、正確なところはよく分からないが、例えば一昨日ボードのマイヤー理事が講演をしている。こういう状況のもとでは、アグレッシブに金利を下げていくというFedのやり方には正当性があるというのがその趣旨であるが、全体のトーンとしては、株価、あるいは金利に織り込まれたある種の過度の楽観論を戒めるという内容になっているとも読める訳であり、そうした感じはあろうかと推測される。

三木委員

図表8をみると、中国を含めた東アジアの中で、韓国、台湾、シンガポール、それからマレーシア、これらはいずれもIT関連で食べている国である。だから、GDPもそうだし、輸出の動きをみても、やはりIT関連のダメージを非常に大きく受けたということか。従ってIT関連以外のいわゆる製造業、組み立て産業を含めてであるが、こういうものの動きをみると、それ程のダメージは受けていないから、そのウエイトの大

きいタイは比較的ダメージは少ないという見方になるのか。中国も同じことか。

平野国際局長

I T、それから輸出への依存度によってそのピクチャーが変わってくる部分がある。それからもう一つは、タイなどは農業のウエイトが結構高いこともあって、その辺が何となく根っこを支えている部分があるということかと思う。

三木委員

逆にアメリカのI Tの在庫調整がある程度終わって、I T関連が再びもう一度右肩上がりの方の路線に回復してくる形になると、また今度は非常にプラスの影響がこういうところにはすぐに出てくるという理解になるのか。

平野国際局長

そういう構図であろうかと思うが、しかし最終需要は引き続きまだ弱い訳であり、在庫調整が終わったからといってプラスの影響がすぐに出るとまでは言えない。いずれにしても指摘されたとおり、仮にまた再び将来I T関連が上がってくれば今ダメージを受けている国が回復してくるだろうと思う。

三木委員

アメリカの景気に振り回される経済になっているということか。

平野国際局長

逆に言うとI Tと輸出というセクターを除くと経済の中に自律的に回復する力が乏しいという見方もできる訳である。ある意味では日本と似たようなところもあるというふうにメディアでは言われている。

速水議長

それでは次に移る。調査統計局から最近の国内経済情勢について永田理事、早川局長に説明してもらおう。

3. 国内経済情勢に関する報告（資料-4）

早川調査統計局長

それでは、参考計表と追加で配付した個人消費関連の指標、鉱工業生産の数字を使って説明したいと思う。

まず最初に、10月の貿易統計については、実質輸出の10月は前月比で+1.6%の増加、7~9月対比でみて+0.7%の増加となっている。増加した理由としては、まず第一に、自動車関連が10月のアメリカでのインセンティブセールスの影響もあって、対米向けを中心に引き続き増加していること、加えてこれまでどちらかというはずっと減少していた中間財、鉄鋼とか化学が10月に関してはアジア向けに少し出たことによるものである。他方、情報関連、資本財・部品等は引き続き減少となっている。先月も説明したが、9月、10月のところは実は9月は通関日数が若干少なく、10月が多いということがあり、その影響もあるので情報関連、資本財の弱さ、およびそういった日数要因を考えると、ここでプラスに転じたということではなく引き続き減少基調にあると思う。勿論、仮にアメリカでの個人消費の落ち込みが大きくなければ、減少幅は縮みつつあるのかもしれないが、引き続き減少基調にあるものと思っている。

次に輸入サイドは前月比でみて10月+8.1%も増加した。その結果として7~9月対比でも+2.6%の増加になっている。ただし、こちらも通関日数要因が影響しており、実は通関の日数というのは輸出サイドよりも輸入サイドに大きく影響するという癖があるので、9月-6.9%、10月+8.1%というのはこれによって相当影響されていると考えている。そういう意味で、第3四半期は実は輸出よりも輸入の減少が大きかった訳であるが、これは恐らくそういった影響によるものであり、輸入も均してみれば減少基

調は続いていると考えている。財別についてそういうことであるので、10月単月とか第4四半期ではなくて、第3四半期、第4四半期を大体均してみればと思う。そうして見て頂くと、情報関連とかあるいは資本財のところ、特に航空機を除いたところは引き続き輸入は弱いということだろうと思っている。ただし、若干変化があるのは、消費財はまた10月にかなり増えた。これは四半期毎、あるいは毎月で見ると非常に振れる傾向があるのでなかなか基調判断は困難であるが、今月も中国からの消費財が入っていて、均してみると消費財については、去年のような増え方ではないが、全体として底固い動きをしていると思っている。従って輸出入については、ひょっとすると輸出の減り方が小さくなりつつあるのかもしれないが、基調としては両方とも減少であって、純輸出も減少方向にあると取り敢えず考えている。前回会合では、輸出入の関連で情報関連、IT関連についての若干の変化を説明した。これは数字がある訳ではないが直近の状況を説明すると、まず第一に前回も述べたとおり最終需要が引き続き弱いということは変化はない。携帯電話も余り良くなかったし、これは国内の数字になってしまうが、ウィンドウズXP搭載のパソコンについても売上のマイナス幅が縮んでいるとは言えてもプラスに転じているとは言えないので、最終需要が引き続き弱いということに変化はない。他方で在庫調整を背景にDRAMスポットの相場が11月前半に急騰した訳であるが、これはどちらかというとその後むしろ少し下がってきてしまっている。ただ、そうはいっても台湾のファウンドリーとか一部の国内の電子部品メーカーからもやはり少し流れは変わったという話は出ているので、在庫調整の進捗ということ自体はやはりそうだとということで、大体前回説明したとおり、最終需要は弱いけれども在庫調整はそれなりに進捗している状況にあるという判断を維持して良いのではないかと考えている。

次に個人消費関連の計数が幾つか出ているので説明する。一言で言うと今回11月の月報の基本的見解において、個人消費が弱まりつつあるということ述べたが、それを裏書きするようなデータが並んだということかと思っている。個別に詳しいことは述べないが、一点だけ、チェーンスト

アのマイナスが非常に大きいので、これについてだけ若干説明する。特に前年比で二桁の減少になっているが、まず基本的には先程述べたとおり個人消費が全体として弱くなっていることがある。加えて百貨店などにも表われているが、9月、10月で言えば、9月は涼しくて衣料品が出たのに対して、10月は逆にちょっと暖かくて衣料品が弱かったこともある。ただ、そうは言ってもそれだけではチェーンストアの弱さは説明しきれず、大きいのは一つには前年比要因であるが、前年がダイエーの優勝セールでダイエーとマイカルの売上が非常に伸びていたこと、加えて、これは季調後にも影響していると思うが、マイカルの売上が非常に減っていることである。そごうの場合は、店を閉めるとむしろ逆にほかの店は少し売上が増えるという感じで店舗調整後ではプラス要因という話もあったが、マイカルは現状まだ店は結構開いているが、客はこないし物も入らないという状態なので、数字をかなり下げている。チェーンストアはもともと全体に比べて弱いから、弱いことは間違いないが、ここは少し大袈裟に数字が出ているとみて頂きたい。

続いて図表10の第3次産業活動指数をみると、9月が前月比-0.9%、7~9月で-1.0%という数字であった。図表11を見ると、鉱工業生産が猛烈な勢いで下がっていくのに比べると、第3次産業活動指数は比較的安定していた。特に、年初に通信の関係で異常に高い山があるのを除くと大体横這い圏内ということもできたと思うが、一番最近の2~3か月のところでやはり弱くなってきたという感じである。ある意味では、このところにきて雇用関係とか個人消費関係にまで調整の波が及んできたことと、大体整合的な動きだと思う。内容的にはやはり非常に伸びた通信が頭打ちになっていることの影響と、後は卸売とか運輸とか、どうしても製造業の生産活動に関連の深い分野の方が弱いという傾向にあるかと思っている。図表13のCSP Iの動向については、国内需給要因の前年比を見ると大体-1.5%と同じ位で、ここへきて特に下げ幅が急になっているという程でもない。3か月前比は少し大きくなっているが、これもグラフで見ると少しフラフラする傾向があるので、なかなか基調が読み取りにくい。ただ

し、ここで申し上げたいことは、例えばこの春に一回下落幅が大きかったことがあるが、その時期は実は下落の主な要因が、通信、特にマイラインの顧客取り込みに伴う通信料金の引き下げという形であった。これは国内需給要因とは言いがちょっとそれとは違うようなファクターによる下落である。それに比べて最近はやはり下落の大方が一般サービスであって、それに加えて広告が下がっている。これはいずれも企業収益の遅行指数であり、企業収益が悪くなるといった諸サービスに関する値下げ交渉が行なわれてそれが出てくるので、春位に比べると下落の中身的には少し需給要因というか、弱いファクターが目立ってきているのではないかと思っている。

最後にまだ数字が出たばかりの生産指数である。今朝は経産省のサーバーが倒れていて詳しい情報が少ないが、一応現時点での印象について報告する。まず、10月の生産指数は -0.3% になった。予測指数が -0.5% であったので大体予測指数並みである。先の11月が -1.0% 、12月が $+0.8\%$ であり、これで単純計算すると10~12月の前期比が -2.4% になる。予測指数段階の単純計算は -1.8% であったので、若干拡大している。その背景にあるのは、相変わらずまだ電気機械辺りで若干予測指数比の下振れがみられていることである。しかしながら、これは前回も説明したと思うが、私共は -1.8% よりもうちょっと大きくなると思っており、私共の企業調査で見ていた数字と比べるとこんなものかなという印象である。従って、今月改めて数字が弱いという感じは特に持っていない。まだ減少が続いているし、減少幅は -2% 台ということで比較的大きいことは間違いないが、今月はむしろ特徴としていえば、在庫が2か月連続でそれなりの減少になっていることではないかと思っている。まだ詳しいデータはよく分からないが、この数字を見た感じだけで申し上げると、まず第一に、電気関係の在庫の調整が相変わらず進んでいるということで、恐らく在庫循環的にはかなり回ってきたと思っている。さらに9月速報の時点で申し上げたが、素材の在庫調整についても業種別に若干区々ではあるが、前月比感覚でみると少し進み始めたという印象はある。最後に、むしろ9月速

報時点では若干在庫が増えたかもしれないと申し上げていた消費財についても、先程説明したように多分乗用車の輸出が出たせいではないかと思っているが、在庫が少し減っている。まだまだ在庫率は高いから、この時点でもって在庫調整の終了が近いということを申し上げる積もりはないが、先程のアメリカと比べると、まだアメリカよりもかなり遅れている感じではあるが、今の在庫の前年比が1%で、間もなく第3象限に入っていくということであり、一応進み始めたということではないかと思っている。以上である。

速水議長

質問があればどうぞ。

中原伸之委員

総括は何か。

早川調査統計局長

総括は、前回会合以降に出た数字を前提にすると、大体先月の基本的見解から特に違和感のあるデータは出ていないということである。

速水議長

宜しいか。それでは最後に企画室から最近の金融環境について説明してもらう。

4. 金融環境に関する報告（資料-5）

雨宮企画室参事役

最近の金融環境について、前回会合以降のレビューということで説明したい。ただ、前回会合以降、新たに出た統計は非常に少ないというか、ほぼないという状況なので、新たに出たデータだけ簡単に説明する。まず、量的金融指標のうちマネタリーベースだが、引き続き若干伸びを高めると

いう展開になっている。9月の14.2%、10月の14.3%の後、11月は25日までの平残が15.3%ということで1%ポイント程伸びを高めていて、多分15%台で着地する見通しである。中身的には当座預金の増加額がさらに増えていることもあるが、銀行券の伸びがむしろ11月は若干高くなる可能性がある。その理由は二つあって、一つは、新しい動きとして金融機関の保有現金の伸びが少し高まっている。8月、9月、10月と見ると、10月は10.4兆円で寄与度でいうと0.9なので、0.1~0.2位全体を高める方向に働いている。これは先程山下金融市場局長からの報告もあったが、金融システム不安というか信用リスク懸念といったものが、銀行券も預金の引き出しに備えて金融機関が厚めに持つというような動きになっているとすれば、そういう動きがこういうところにも表われているということの証左かもしれない。これはまだ暫く詳しく調べているが、こういう特徴が表われている。もう一つは、郵貯の満期到来だが、これは何回も申し上げているとおり、11月というのは今回の大量満期到来の最後の月になって5兆円の流失がある。これも一応銀行券を押し上げる方向に寄与しているかと思われる。以上がマネタリーベースである。次に、企業の資金調達関係については、金利面では金融緩和が順調に浸透しているというデータになるが、9月の貸出約定平均金利は短期長期とも一段と低下して既往ボトムを更新となっている。それから企業倒産だが、これは前回会合でその前日辺りに出た数字を申し上げたが、10月1,843件とこれまでのレベルと比べると200件強のジャンプ、高水準になった訳である。内容的には特別保証制度を利用した先が多い。それから1件当りの負債総額は小粒で、いわば中小・零細企業において倒産が増えたということは前回に説明したとおりである。11月入り後の動きはまだ分からないが、先程も山下金融市場局長から説明のあったとおり、既に上場企業の倒産が単月で四件発生しているという状況で、これは統計的にはあまり意味のあるデータではないが、大体上場企業の倒産数は月一件位というのが大体過去の平均であり非常にハイピッチなので、要注意かなと思われる。計数的な報告は今回は以上であるが、昨日今日と中小公庫とか商中の色々なD Iも少しずつ出だして

いて、それを見ると前回報告したような中小企業の資金繰り、あるいは中小企業からみた金融機関の貸出態度が少しずつ厳しくなっているという傾向に特に変わりはない。いずれにせよ、ここは短観も含めて次回の決定会合で纏めて報告したいと思う。

報告は以上だが、時間があるので、やや余計なコメントをすると、恐らくこの後、こういう金融機関の貸出態度の判断だとか資金繰り、あるいは倒産というのは、厳しい方向に動いていく可能性があると思う。これは、金融機関がこういう大胆な不良債権処理をし、構造改革を進める時の言わば一種の論理的帰結でもある訳で、この後金融環境を評価する時に「このように締まっては非常に困るのでこれを何とかする」という頭で評価していくのか、それとももう少し違う評価の仕方をしていくのかという点では、非常に難しい状況に入っていくだろうと考えている。以上である。

速水議長

ただ今の説明について質問があればどうぞ。

山口副総裁

最後の話は何か。

雨宮企画室参事役

二つあって、一つは倒産については多分この後相当増える可能性があると思う。あるいは中小企業等の資金繰りも厳しくなる方向にいくと思う。その時に、金融環境が締まっているので、それを是正するために何かをやるという頭で評価して、例えば倒産件数は何とか減らさなければいけない、倒産は非常に困ることである、あるいは中小企業からみた金融機関の融資態度判断が厳しくなるのは非常に困ったことなので、とにかく短期的には是正する必要がある、という頭で評価し、政策を作っていくのか。それとも、とにかくこういう不良債権の処理や構造改革を進めていく中での一つの受け入れるべき論理的帰結であると考えて、評価していくのかで頭の作り

が違って来るだろうということである。

三木委員

こういう二者択一的な考え方を採らざるを得ないような局面になるのではないかということか。

雨宮企画室参事役

場合によってはそういうことだろうと思う。もう少し単刀直入に申し上げると、例えば倒産件数が増えてきて、これを減らすために何かをやるということを考えて、結局はまた保証をどうするかあるいは運転資金をとにかく短期的に付けるとか、あるいは金融機関の貸出をとにかく出すというような政策の方向と評価になるのだろうと思うが、それは恐らく金融機関の不良債権処理とかあるいは金融機関の体力の健全化、リスクに見合った利鞘を取りなさいという方向と、逆行してくる訳である。その辺の衝突現象というのはこれから強まる可能性があるのではないかということである。

速水議長

大手銀行の報告を直接聞いた訳ではないが、あれをずっとみていて、どこの大手も不良債権処理の積み増しは一方で作るが、同時に抜本的な貸出資産のリストラをやるんだというようなことを経営方針として言っている。具体的にいつ頃からどういう形で出てくるか、これは非常に注目したいところだと思うし、彼等としては信用を増やしていくためにどういう手を使ってどういう方針で向かっていくのか、その辺が大きな課題になってくるし、我々も注目したいところだと思う。

雨宮企画室参事役

総裁が今、貸出をどうやって増やしていくかと言われたが、多分それはかなり先の、いわばリストラが終わった後の課題で、そのプロセスで現象

面で起きることは、いつも報告しているように企業からみた金融機関の貸出判断D Iが厳しくなり、その後利鞘が拡大する。場合によっては約定平均金利が上がり出す、あるいは倒産が増える。多分、現象的にはそういう現象と必ず一緒に起きてくる訳である。

中原眞委員

少なくとも中小企業については、その辺は既に結論が政治的には出ている。健全化計画の中で中小企業に対する融資比率を上げる、貸出を増やせということを言われている。

白川企画室審議役

ただ、この後の議論とも、今銀行の貸出が伸びない理由をどのように考えるのか、それを我々としてはどのように評価するのかという議論と関わっていると思う。一つは銀行自身に十分な体力がないのではないかとということと、もう一つは、それとも関連しているが、企業向けの貸出についてリスクとリターンが見合った水準に調整されていない、従って銀行がその貸出にインセンティブがないという二つの問題が絡んでいると思う。そういう中で、構造改革を進めていくというか、生産性の高い分野に資源を移していくということの論理的帰結として、貸出金利も調整されていくことになってきて、しかしそれを企業サイドあるいは政府サイドからみると、貸し渋りとかあるいは貸し剥がしと言われる現象になることもまた事実だと思う。それをいけないものだと考えれば、先程中原眞委員から話があったような政治的には決着がついてしまっているというような話になっていくのかもしれない。そうだとすると先程の二つ目のメカニズム、つまり貸出金利が調整されて貸出が結果としては一旦減る面もあるが、増えていく面もあるというメカニズムを殺す面もある訳である。いずれにせよそれは、我々としては、どのように先行きの経済をみていくのか、そのためにどういう政策が、必ずしも日本銀行の政策だけではないが、政府がどういう構えであるかということも踏まえて、その評価に掛かってくと

いうことを雨宮参事役は申し上げたかったのではないかと思う。

速水議長

銀行貸出が増え始めるのはいつ頃からか。

山口副総裁

相当遠い先ではないだろうか。その前に相当スプレッドの調整みたいなものがある程度行なわれて、こういうスプレッドが取れるのだったら貸出をもっと出してもいいというような局面にいけば、出るところには相当勢いよく貸出は出るということが起こるはずである。全体として増えなくても、貸出の中身が相当入れ替わっていくことによって、経済成長のある側面がサポートされるということは大いにあり得ると思う。

須田委員

あとは、やはり銀行が調整していこうと言ったらマクロでみたらもっと貸出を減らすという方向かもしれないので、その増えるということが銀行にとって望ましいことだということでもないと思う。

中原真委員

低格付以下の先では、スプレッドの問題ではないと思う。勿論、格付の相対的な高さによるが、かなり格付の低い企業、場合によっては要注意先に落ちそうな格付の先で、しかも中小企業ということになると、格付を上げていける先、つまりこのまま構造改革あるいは新しい時代の潮流に乗る企業なのか、あるいは落伍していく企業なのかを見極めるという作業が今、行なわれているのだと思う。後者の本当に落ちていくような企業に対しては、スプレッドが取れるからといって貸出を増やそうとはしないのではないかと思う。

山口副総裁

まあ、そういうところであればスプレッドを引き上げた途端、それが最後の一押しになるかもしれない。

中原眞委員

そういうことになるだろう。あるいはそれを狙うということがあるかもしれない。

山口副総裁

それを含めて今、膨れ上がり過ぎたアセットの縮小過程が漸く本格的に進み始めているということだと思うから、これはやはり数年掛かりの話ではないかと思う。

速水議長

やはり、新しい民間需要、借入需要が出てくるのが何時頃からかということだな。構造改革の影響だろうけれども、そういうものがいつ出始めるのか、気分が変わってくれば比較的早く出てくる可能性もあると思う。

三木委員

今の中原眞委員の話にもあったように、やはり今、金融機関がある意味では強いところからであろうけれども、回収を急ぐということよりも、やはりスプレッドをある程度上げるといふ交渉が2か月位前から続いている。だから、それがどんどんさらに加速されるかどうかなのだが、今は未だ押し合いであるが、前よりは少し上がって、落ち着く、その中で駄目なところは落とすことになるから、それは倒産件数で出てくると、こういうような姿だろうと思う。これはむしろベターな動きなので、こういう動きというのはまだまだこれから出てくるのではないかと思う。それからもう一つはやはり、銀行はこのあとどうするんだと言ったら、信用リスクに見合うスプレッドが採れないということになったら、何をやるかという、

店舗から人間から含めたリストラしかないからね。それが一つと、もう一つはやはり、アセットの圧縮である。債権の流動化によってどんどん資産を落とすという方向にまだこれから行くと思う。だから、それを考えると資金需要が出てくればいいけれども、資金需要が無いということになると貸出が増えるのは相当先になると思う。

中原伸之委員

それはマクロ的にみれば、何回も述べているようにやはりオーバー・レンディングであるから、新規の需要が出て全体としては貸出はどんどん減っていくと思う。それでもっと直近で言えば、来年の年度末、3月末にかけて中小企業問題というのがこれからも非常に多く出てくる。特に倒産が多発する非常に難しい時期になるのではないかと私は思う。

速水議長

収益増加を今から直ちに始めておかなければいけない訳であるから、貸出の量が増えていかないということであれば、中原眞委員が述べられたように、スプレッドを増やして避けておくということが量および質の整備に繋がっていくのだろうと思う。そういうことがかなりみえ始めているということは一つの変化だと思う。

中原眞委員

スプレッドも二極化である。一流の大企業や信用度が非常に高いところはもの凄い貸出競争で、逆にスプレッドは縮む傾向ではないだろうか。銀行の財務内容が安定方向に向えば向う程、公的資金が入れば入る程、大企業に対しては貸出競争になると思う。一方で、格付が中位以下のところに対しては、信用スプレッド・リスクに見合うものを採っていくという、これは今後も続いていくと思う。それからもう一つ、大企業については今、株の持ち合いの解消を進めている。銀行が持ち合い解消をやめてもらうと、銀行にとっては借りになる訳である。そうすると、一方で、スプ

レットの交渉がしにくいというようなスタンスも出てくるだろうと思う。大企業の貸出スプレッドは縮小していると思う。

三木委員

今はその姿である。だから、これらの点を大企業からみたら誠に不公平だと、市場原理に則っていないと言える。

中原眞委員

CPの信用リスク・プレミアムだって同様の状況である。

中原伸之委員

いずれにしる、銀行だって企業であるから、ある程度ROEを上げないといけない訳である。そのためにはやはり分母の資産を減らすということと、分子のコスト・カッティング、それからスプレッドを増やすということで収益を増やさなければ駄目である。そういう動きが一段と強まるのは当然である。それでなければ皆退場させられる。

三木委員

ただ、中小企業は特別保証制度があってそれは助かったが、大企業の方は、悪い大企業は最後は全部政策投資銀行によって救われて、生き返ってしまった形になった。それが今いよいよ限界にきて、これ以上彼等も貸せなくなった。そうすると、否応なしに競争の中で、どうしてもスプレッドを上げていかないとというところが出てくるかもしれないし、あるいはもう競争できませんという形で降りる銀行も出てくるのではないだろうか。それはやはり一つは、株価だと思う。50円割れになった株価の企業に対しては、如何に大企業と言えどもなかなか皆貸さない。それが今までは政策投資銀行に救われていたけれども、これからは、それが無くなるから、そういう動きというのが出てくるのではないか。そういう意味で言うと二極分化の中の二者択一化という判断は、そこまで政策スタンスをきちっと

判断してやる局面になるか、ならないかだな、やはり。

速水議長

それではこれで執行部からの説明を終わる。次の政策委員方の報告、意見発表、あるいは討議まで一休みしたいと思う。10時半から再開したいと思う。

(午前10時22分中断、午前10時32分再開)

Ⅲ. 金融経済情勢に関する討議および当面の金融政策運営方針の決定

速水議長

それではこれまでの報告等を踏まえて、政策委員会としての検討を行ないたいと思う。本日は、今月二回目の会合なので、前回会合の経済情勢の判断、すなわち、景気は生産の大幅な減少の影響が雇用・所得面を通じて個人消費にもおよび始めていて、調整は厳しさを増しているといった前回の判断に変更すべき点があるかどうかを中心に討議したいと思う。討議の形式は金融経済情勢に関する意見を最初に各委員から聞かせて頂いて、当面の金融政策運営に関わる見解をも合わせてお一人5分程度を目途に発言頂きたいと思う。それでは本日はまず中原真委員から願います。

中原真委員

景気の現状であるが、まず前回の判断に比べると、昨日発表の商業統計等にみられるとおり消費への波及がより強まっているという感触を持っている。しかし、敢えて前回会合時の基本的見解の表現をもう一段下げるかということ、そこまでの材料なしということではないかと思う。前回会合以降の大きな流れとして、二つ認識しているが、一つは欧州景気の後退がドイツを中心に非常にはっきりしてきたということであり、世界同時不況、それからディスインフレの様相が強まっているということだと思う。世界同時不況ということで、景気の牽引役となる国が存在しないので、回復

まで時間も掛かるということだろうかと思う。それからわが国については、底がみえないという状況が続いている訳であり、その中で不良債権処理が具体的に動き出したこと、それから雇用と賃金の調整が具体的に現実のケースとして出てきているということもあり、いよいよその改革に伴う痛み、これが年度末にかけて現実のものとなって出てくることが予想される。国内景気の主要指標については特に申し上げないが、一つだけ私として気にしているのは、やはり第3次産業活動指数をみると、比較的底固いと思っていた非製造業にもいよいよ減速が拡がってきているという点である。今朝の鉱工業生産その他の指標を判断すると、7~9月のGDP、これは前期比マイナスになることはほぼ確実であろうと思う。未だ底がみえないということで、その後も景気は後戻りを続けるという恐れは高いと言わざるを得ないと思う。このところアメリカの景気に若干楽観的な見通しがでてきているとか、円安の流れがやや安定的なものが感じられるといったところから、株価も低位ではあるが小康状態といってよいと思うが、やはり底値確認はできているとは言い難い不安定な状況とみている。先程も大分議論が出たけれども、これから年度末にかけての最大のリスクは、不良債権処理に伴う企業倒産の増加とペイオフ解禁を控えての金融システムの不安定化とそれに伴う信用収縮の動きだろうと思う。今のところデフレ・スパイラルに入っているとは断じ難い訳であるが、これから来年第1四半期にかけてそのリスクが高まる可能性は否定できないと思う。

次に、アメリカ経済であるが、アフガン戦局が予想以上に早く米国に有利に展開しているとか、これによるムード的なものもあって、またリテールについてはテロ直後の急激な落ち込みの反動ということもあって個人消費が盛り上がっているということから、若干楽観的な見通しも出てきているけれども、昨日のページブックは、その点やはりかなり厳しい見方をされていて、これらの動きは一時的なものともみざるを得ないと思う。先行きを展望して三つばかりポイントを申し上げたいと思うが、やはりIT、通信部門の投資というのがこれまでの企業のキャッシュ・フローとか収益力からみると非常に過大であったと言わざるを得ないと思う。ストック調

整の圧力は引き続き強く、その調整力が終了するには時間が掛かると思っている。それから雇用調整は恐らくこの第4四半期に集中するのだろうと思うが、その後も引き続き緩やかながら続くということで失業率の6%台乗せということもあると思う。それから消費者の方はやはり消費者信用残高が可処分所得に比べて非常に高い水準がまだ続いていて、中期的にはバランス・シート調整が不可欠、不可避だと思う。世界的にデスインフレとデフレ傾向ということで、全体的にそのデフレ期待というようなある種のアメリカ固有の経済行動のパラダイム・シフトみたいなものもあり得るのだろうというような気はしている。こういうような理由からアメリカ経済も来年半ばから回復過程に入るとしても、そのペースは比較的緩やかと言わざるを得ないと思う。これは先程国際局の報告にもあったとおりである。

それから金融政策の方であるが、まず財政について30兆円の枠が維持されること、それから第二次補正についても議論が煮詰まりつつあること、そういう中で不良債権処理の具体的道筋が明らかになってきており、その予想されるデフレ圧力も高いという点で言えば、金融政策面での追加的施策の発動も検討すべきタイミングに達しつつあると認識している。ただ一方、政策オプションが多く残されていないということ、また期待形成にかけるところが大きいという状況のもとで、もっとも効果を大きく引き出すためには政策を打ち出すタイミングを考えていく必要があるだろうと思う。そういう意味で今回は、調節方針は現在の方針継続ということで、潤沢な流動性供給を続けるということで宜しいと思うが、12月初旬発表の色々な指標を踏まえたうえで新しい施策の発動を考えていきたいと思っている。今後、詰めていく過程でポイントとしては四点挙げたいと思う。まず一番目は、デフレ進行というものに留意するという観点から、やはり企業収益、それから雇用情勢、物価動向などを、細心の注意をもってフォローする必要があるということである。それから二番目は、今後増加が予想される企業倒産、これによって金融市場での信用リスク・プレミアムがどのように変わっていくのか、これを日銀としてどう扱っていくのか、クラ

ンチ的な状況が発生しないかどうか、これをよくみていく必要がある。それから三番目であるが、不良債権処理の進展およびペイオフの接近で銀行の貸出行動がどう変わっていくのか、信用収縮が発生するかどうか。四番目は流動性需要であるが、外銀が特に年度末にかけて期末ということもあるのでどういうポジション操作を行っていくのかを注意していく必要があると思う。今後の政策の柱というのはやはり3月政策のレジームを忠実にフォローするしか選択はないと思っている。金融政策としては、当座預金の量をターゲットとした徹底的な流動性供給を行ない、中長期金利の低位安定が図られる限りその効果を狙う。それからリバランスを通じた染み出し効果を待つこと、この軸をぶらさないということが必要だと思う。このためには市場のセンチメントを踏まえつつも一定の量的ターゲットをコミットして、手段との兼ね合いもあるが、量的目標の増枠もヘジテイトすべきではないと考える。また、不良債権処理その他の構造改革の内容に応じ、一定の財政の枠内でのファイナンスのニーズがあれば、中央銀行としての資産の健全性というものも考えながら日銀として必要な協力を行なうことも検討するべきである。以上を踏まえると、調節の手段として長期国債買い切りに加えて、現金との代替性の低い外債購入、あるいはさらにABS、社債、CPこういうものも視野に入れ、その議論を深めておくべきであると思う。これらは量の調節手段ではあるけれども、それよりもやはりアナウンスメント効果が大きいという点を考えると、重要なのは政府・日銀の一体感であるということである。以上である。

速水議長

それでは次、山口副総裁をお願いします。

山口副総裁

前回の経済情勢判断を今回特に変えるような話はないと思う。12月にかけて出てくる様々な指標でもってその辺は再点検したいと思う。最近の情勢の中で、私が注目しているのは、以下の三点位である。第一点は、ア

メリカ経済について第4四半期は勿論のこと、来年第1四半期についてもマイナス成長になる可能性が強いという見方が出てきていると思うが、同時に来年央以降は、回復に向うという見方も着実に増えてきているように思う。しかし、来年央以降についてはなお極めて大きな不確実性のもとにあると思う。第二点は、銀行の業績発表が幸い一応市場では好感され、株価も小康状態にあるが、しかしマクロ経済環境の悪化もあって、金融システムを巡る状況は依然厳しいものがあると認識しておくべきだと思う。第三点に、鉱工業生産の落ち込みがこの10~12月期には前の半年間に比べて多少緩やかになる可能性が出てきたのかもしれないが、まだこれも何とも言えないという状況で、むしろかなり大きなマイナスが10~12月期も続くという面を注視すべきであろうと思う。このような点が最近の流れの中で注目している点だが、改めて今後出てくる材料でもって情勢判断をチェックしたいと思う。

金融政策については当面の金融調節については、現状維持で臨みたいと思うが、第一点には単純な量の積み増しということについて、我々は未だその意味なり効果なりについて検証作業を続けているというプロセスにあるが、最近の外債投資の逆流などをみてもなかなかポジティブな意味を引き出すということは難しいという感じを私自身は強めている。また、第二点として資金の出し手サイドからの資金放出インセンティブは極めて弱くなってきており、また外銀の当座預金に対する需要が非常に高水準で持続している結果として、全体的な流動性需要が引き続き高水準にある訳であるが、それに応じて当座預金残高を供給し続けることには一定の意味があると思う。これは金融市場の安定を維持していく上で意義のあるオペレーションであると思う。そして第三点は、当面は年末接近に伴って当座預金需要がさらに膨らむ可能性があると思うが、かと言って年明け後についてもそういった状態が持続するのかどうか、金融システム面での様々な動きも絡めて非常に読み難い情勢だと思う。こういうことを踏まえると我々の調節としては、当面6兆円以上というディレクティブを継続するというのでよいのではないかと思っている。以上である。

速水議長

次、須田委員お願いします。

須田委員

まず、前回会合以降出てきた情勢判断材料は執行部での説明にあった通りであるが、それによって金融経済情勢に関する見方をその基本的見解から変更させる必要があるとは思っていない。従って、依然として不確実性が高い現状のもとで、当面の金融政策運営についても現在の市場調節方針を継続することが適当であると思う。

簡単にいえばそれだけなのだが、以下残りの時間で、今は竹中経済財政政策担当大臣が退室中であるが、今日は27日に経済財政諮問会議から出されたいわゆる「中期経済財政展望」の原案について、その金融政策運営と関連する論点に絞って私の考え方を申し上げたいと思う。この原案はホームページから取って見ていたのだが、それを見ると今後2年程度を構造改革のための集中調整期間と位置付けて、この間はゼロ近傍の成長を甘受せざるを得ない、とされている。そして、2004年以降は、構造改革の成果が徐々に現われることにより、実質で1.5%程度、名目で2.5%程度、あるいは、それを上回る民需主導の着実な成長が実現する、と書かれている。ということは、2004年以降には物価上昇率が1%程度になることが暗に示されている訳である。具体的な時期が2004年以降かどうかはともかくとして、そこに描かれている経済の姿は、一応、わが国経済の定常状態であると考えられる。定常状態における物価上昇率ということは、いわば物価の安定を具体的な数値で示すことを意味するように思う。この上昇率は、恐らく、GDPデフレーターであると思うが、具体的な指標をどうするかという議論は脇に置くとしても、政府は中期展望の原案を通じて、物価の安定化を数値化すれば1%程度である、という見方を示したと捉えられる可能性が高いと思う。物価安定を数値化するかということに関しては日銀も昨年以降、精力的に検討を進めているテーマであるが、その検討の途

中で、こうした政府の具体的な展望が表明されると、それが金融政策運営にどのような影響を及ぼすのかという点は気掛かりである。これが第一の論点である。

第二の論点は、構造調整期間における物価情勢に関するものである。中期展望の原案では、今後2年程度の集中調整期間においてデフレが克服され、物価上昇率がプラスに転じると書かれている。私にはこのような考え方がどのようにして導かれるのか理解できない。主要国の政策運営をみると、物価については金融政策だけでなく、財政政策の影響が重要であるという認識が共有されているように思う。例えば、英国政府が財政政策運営の基本的な考え方を説明した資料を読むと、財政の健全性が維持される限りにおいて、という条件が付されているものの、短期的には、インフレ・ターゲットにおける目標インフレ率を達成するために財政政策が協力する、という基本姿勢、基本方針が明確に示されている。また、米国についても、FRB幹部の講演などを読むと、物価目標は財政政策から独立して追求できる目標ではない、という考え方が示されている。ところが、中期展望の原案は、経済・財政の構造改革や不良債権処理の影響が本格化する集中調整期間において、物価上昇率をプラスに転じさせるという目標を掲げようとしている。誤解されると困るのだが、私は、物価上昇率をプラスにするために財政赤字を拡大すべきであると申し上げる積もりはない。むしろ、昨日、S & Pがわが国の長期債務格付を一段階引き下げ、しかもアウトルックがネガティブで据え置かれたことなどにも象徴されているように、わが国の財政状況に関する市場の視線は厳しさを増している。そうした中で、財政政策について、ビルト・イン・スタビライザー以上のサポートを求めるべきではないと思う。また、中期展望の原案では、規制改革の推進、歳出の質の改善などを通じて、経済全体の生産性を上昇させるという方向性が打ち出されているが、これは極めて重要な方針であると高く評価している。構造改革の前向きな成果が出始めれば経済活動も活性化されるため、結果として物価の下落にも歯止めが掛かることが期待できる。しかし、経済、財政、金融の集中調整期間においては、内需が減少し、

物価を押し下げる圧力が働き易いと思う。すなわち、構造改革の断行を当面の最重要課題と位置付けるのであれば、ゼロ近傍の成長と同様に、ある程度の物価下落が続くことも甘受せざるを得ないのではないか。そして、経済政策運営においては、物価下落というよりもデフレ・スパイラルの回避に最大限の注意を払うという構えを取らざるを得ないのではないかとと思う。こうした中で、金融政策としては、これまでもそうであったように、思い切った金融緩和を続けることを通じて、政府と協調して、構造改革、構造調整の進展をサポートするという役回りになるのではないかと考える。むしろ、仮に、集中調整期間において、ゼロ近傍の成長は甘受するが、物価上昇率はプラスに転じるという展望が示されると、この原案に対する信認が損なわれるのではないかと懸念する。また、逆に、こうした展望が市場で信認される場合には、現時点でインフレ期待を反映する形で、中長期ゾーンの金利に上昇圧力が掛かるはずである。11月2日の諮問会議に提出された経済財政モデル、これは一次と書いてあるから修正されているのかもしれないが、それをみると、長期金利は、短期金利の適応型期待による金利裁定と資本収益率と累積財政赤字によって決まる、という前提において求められる形になっているが、実際には市場関係者が気にしているようにインフレ期待が非常に重要な要因であることは否めない。いずれにしても、引き続き中期展望についての検討が進められる訳であるが、金融政策運営に関しても非常に重要な論点が含まれているので、敢えて、私の考え方をここで述べさせて頂いた。以上である。

速水議長

次、田谷委員お願いします。

田谷委員

私も基本的見解についてこの場で変更する必要は必ずしもないと思う。そういったうえでであるが、海外経済、特に米国経済は足許厳しめの指標が出ているが、来年半ば辺りまでに回復するとの観測が依然として強いよ

うである。株価も小売、ハイテクなど景気敏感株主導で上げてきたし、長期金利も上昇してきた。国内経済情勢については、倒産件数が増えるなど、より厳しくなりつつある。以下、内外経済情勢をレビューした後、今後の政策運営を考えるうえでどういった点を特に注目すべきかについてコメントしたいと思う。まず決定的に重要な米国経済については、足許、厳しめの指標が出ている。個人消費は雇用情勢の悪化やコンフィデンスの低下から総じてみれば鈍化してきているようである。ただ、一時懸念されていた程には落ち込まないのではないかと、クリスマス商戦も各種予測調査の結果は強弱両様だが前年比大きくは変わらない、つまり落ち込むにしても大きなものにはならないのではないかと思う。非農業部門雇用者数の減少幅も10月には大幅に拡大したが、今月に入ってからの新規失業保険申請件数は下がってきているので、雇用情勢の悪化も一時懸念された程でもなさそうである。もっとも、企業部門に数字のうえで明るさはみられない。その一方で、少なくとも月曜までということであるが、株価はかなり戻してきた。株価の水準は、金利との関係では違和感はないが、企業収益との関係では割高感がある。来年以降の回復を相当織り込んでいるものと思われる。また、戻りのスピードが如何にも早く、マーケットの中には戸惑いもみられる。足許の景気の悪さが確認されるに従い、調整がまだあるかもしれない。ただ、この1~2か月の株価、長期金利の動きは、来年以降の回復を強く示唆するもののように思う。国内経済については新たな指標は多くない。株価がつい最近まで堅調な動きをみせていたが、基本的には米国を中心とした世界的な株価上昇に対する出遅れ感によるものではなかったかと思う。9月末辺りから欧州、アジア、特にアジアNIEsの株価もかなりのピッチで上げてきた。それらに比べれば日本株の戻りはもっとも遅かったと言える。国内要因としては、不良債権処理の進展、特殊法人改革の進展、税制改革の動き、二次補正の動きなどがあったが、持ち合い解消の売りが続いて頭が抑えられたのではないかと思う。不良債権処理は個々の銀行としてはかなり思い切ってやろうとしているのだろうが、市場を安定化させるにはまだ十分とは言えないようである。今後とも銀行株

や一部の過大債務を抱えた企業の株価に特段の注意が必要であろう。このところ上場企業の中でも突然の倒産が発生してきており、市場もかなり神経質になっているようである。

今後の政策運営を考えるにあたって、当面重要なことは、デフレ・スパイラルに陥る危険がないかどうかという点ではないかと思う。この点については、各委員が様々な場で意見を表明されている。私の考えも大同小異である。デフレ・スパイラルとは、継続的物価下落と実体経済の縮小とが相互作用的に進行するということだと思う。既に需給ギャップが存在するもとの、実体経済がさらに落ち込めば需給ギャップのさらなる拡大によって物価が一層下落し易くなる。需給ギャップの拡大の幅が大きく、スピードが早く、継続する期間が長引けば、物価下落が加速する可能性がある。一方、物価の下落は売り上げを減少させ、コスト調整が不十分な状況下では、企業収益の悪化に、また雇用の削減に結び付く。しかもそれは実質金利の高止まり、実質債務負担の増加などを通して実体経済に影響を与える。こうしたデフレ・スパイラル的状況は金融面で急激な信用収縮が発生する時、深刻になり易いのだと思う。こうしたことから、企業収益、雇用・所得動向などと共に金融システムの安定性が注目点になる。こうした点からも当面、特に市場による銀行の不良債権処理に対する評価の帰趨が重要と思う。デフレ・スパイラルのリスクが高まったとしても、どう対処するかはその時アベイラブルな手段に則して考えるということだと思う。日銀による外債購入については前回述べたスタンスから変化はない。当面の政策対応としては現状維持でいきたいと思う。以上である。

速水議長

次、植田委員お願いします。

植田委員

各委員が言われたことに付け加えることは余りないので、三〜四つだけ簡単なコメントをしたいと思う。一つは、これは若干ダブるが、我々にとっ

てのリスク・ファクターの一つであるアメリカないしIT関連分野の動向である。引き続き弱いデータが多い訳であるが、一方で、製造業も調整の底が近いかもしれないという見方がやや増えていること、それから小売のデータはとりあえず足許は良いというようなことから、株式市場があるところから、ある程度好調に推移してきて、前回は債券市場の見方とギャップがあるという点を話した訳である。しかしその後、債券市場の見方は株式市場の見方の方に収束してきているというのが、ここ1~2週間の状況かと思う。このとおりなら明るい材料だが、色々な報告等にあったように消費は若干無理をしているという面があるので、今後まだ慎重に見守ることが必要ではないかと思うが、他方、明るい方向の見方もあるという点も必ずしも無視できないのだと思う。それが第一点である。それから第二点は、これは各委員が述べられたことなので一言だけ申し上げる。やはり今後をみる際に金融システムの動向及びそのインプリケーションが注目点であるが、9月の大手行の中間決算発表前後をある意味でやや中途半端な形で乗り切ったというのが、良かったかどうかということかと思う。それだけ申し上げる。

政策に関連してだが、外債投資を巡る環境に米国債券市場の動きを中心に若干の変化が出てきて、外債投資が足許急減しているということがある。その中で極く短期をみると、外銀の過剰準備預金が高い水準を保っているという動きをどうみるかという点は、今後2~3週間注目していきたいと思う。また、これは山口副総裁も言われたことかと思うが、この間、我々は当座預金残高は9兆円前後、あるいはそれ以上の高い供給をしてきた訳である。この中で外債投資はあるところまで急増し、そこから急減した。従って、この外債投資の動きを大筋で左右していたのは、9兆円という大量の資金供給ではなくて、やはりアメリカのイールド・カーブに対する見方であったと思う。すなわち、量によるリバランス効果が働いていたという見方は、この説明としては有力ではないというふうに言えるかと思う。それからあと、一、二点申し上げるが、銀行の貸出行動に関連して午前中に議論になった点は、私は前回申し上げたつもりである。すなわち、不良

債権問題に関する真剣な処理が進んでいくとすると、その間、マクロの貸出等にはブレーキが掛かる可能性がかなりある。勿論、ミクロ、あるいは貸出の中身は改善していくということはある訳だが、そういう意味で集中治療期間の、あるいはその一部に当たるとすると、その間はなかなか金融政策の効果が高まっていく可能性、あるいは、リザーブのような量を出してもなかなか外側に影響が及んでいかないという部分が修正されていく可能性は、そう高くはないという問題を抱えているように思う。その問題とやはりゼロ金利という岩盤の問題、その中で我々は一生懸命リザーブという量を出すということをしてきた訳であるが、結果はみてのとおりということであるし、私などがインタビュー、ヒアリングをする相手の政策関係者、あるいはマーケット関係者の中でも、全員ではないがもっと量を出してくれという要求、あるいは熱意というようなものは、ここにきてかなり急速に低下しているという気がする。それでも少数のいわゆる量的緩和論者が依然としていることは確かである。彼等の立場に立つと、多少の流動性供給では余り意味が無いかもしれないが、沢山出せば効くのではないかということである。それでは、沢山出せばというのはどれ位かというのが非常に興味がある訳である。これは未知の世界であるので誰もはっきりとしたことは言えないが、こうした論者が重点を置く効果の一つである流動性効果に着目すると若干の試算ができるように思うので、それを最後に紹介して終わりにしたいと思う。

流動性効果とは、人々が利子を生まない貨幣——この場合は狭い意味のベースマネーであるが、——を何で使うかといえば、流動性があるからであるという考え方に立っている。では流動性の価値はどれ位かといえば、対岸にある利子を生む資産の利子率が、間接的にその貨幣の流動性の価値を表わしているということだと思う。そこで利子率が幾らかというと、今は異常に低い訳である。やや甘くするために普通預金の金利を採ったとする。そうすると0.02%、2bpである。これが仮に一般の人々にとっての流動性の価値だったとする。ということは流動性を一単位増やすと、その一単位の2bpだけ流動性が増えたことによるメリットがあるということである。

ある。これから計算すると、仮にベースマネーを100兆円増やすと流動性が増えるということのメリットは200億円になる。GDPの0.004%である。つまりGDPを仮に0.1%という低いけれども若干意味があるような値を増やすには、その250倍の貨幣供給、すなわち2万5千兆円の流動性供給が必要である、というような試算ができる。私がこういう計算をすると大抵計算違いをするのでどこか間違えたかもしれないが、ただ異常に大きな規模であるということは分かって頂けたと思う。勿論、ほかにも量が増えることで間接的に色々な効果が発生するということはあるので、極く一部に着目した場合にこういう程度だということであるが、ここだけをみるとかなり絶望的な状況である、ということである。以上である。

速水議長

次に、中原伸之委員をお願いします。

中原伸之委員

私は何点かかいつまんで申し上げたいと思うが、総論としてはやはりこれまで色々問題を先送りしたこと、あるいは不十分な手を、政策を打ってきたことにより、結局、最後には市場原理による総決算を迫られる。そういう局面が刻一刻と近付きつつある、というのが私の総括である。

そういった中で、一つはデフレ・スパイラルであるが、私は現在の日本経済はデフレ・スパイラルの初期の段階に既に入っているという判断を下している。色々な定義があるが、物価下落が景気後退をもたらして、これがさらに物価を下落させるという悪循環ということで定義すると、物価指標が悪く、経常利益は今年度マイナス、賃金もカットされてきて、毎勤の現金給与総額の前年比というのは、1～3月+0.1%、4～6月-0.8%、7～9月-1.2%とマイナス幅を拡大してきており、ボーナスも段々と悪くなってきた。健闘していた自動車も9月は減少、その他数え上げれば切りがないが、要するに、企業収益、所得の悪化ということが、消費面に波及するということがこれから本格的に起こってくると思う。そして2002年

にはサービス価格の下落を含めて物価下落は加速すると考えている。その中で一番問題になると思われるのは、まず失業率であるが、本年の2月に比べて就業者数で年率213万人減少している。ここにきて自営業の減少も122万人と急速に増大している。それで現在のGDPギャップを前提にして考えると、企業内の失業者というのは600万人位いるのではないかと思うが、これまでの統計をとると離職者のうち失業者になるのが大体3割、転職するのが4割、非労働化になるのが3割なので、600万人に3割掛けて180万人程度までは失業者が増えて、失業率が7~8%位になると思っている。これについてはこれまでも申しているが、賃金と雇用が急速に崩壊しつつあるという感じを強く持っている。そういった中で、どういう景気回復のパターンかということ、やはり恐らく輸出主導型の景気回復になる可能性が非常に強い。過去10回の景気回復局面をとって、景気の谷から需要項目別に何が引っ張ったかということを見ると、消費というパターンはほとんどない。消費については微増である。それから最近の傾向としては、半導体の製造装置の受注額が回復してから大体一年のラグをおいて機械受注が回復して、その後さらに数か月のラグをおいて設備投資が回復する。従って、今回の半導体設備装置の受注の底が2001年の6月と仮定しても、設備投資の回復時期は来年度の後半以降ということになると思う。それから公共投資についてもこれ以上期待できない。これまで何回もあった輸出主導の景気回復ということにならざるを得ないのではないかと思う。

そういった中で、アメリカはどうかということであるが、最近ユーフォリアであり、色々聞くと、小売業者も製造業者も、それからインベストメントハウスもV字型回復を盛んに叫んでいるが、私はそれは到底不可能だと思う。第一の理由は、最近調べてみるとこの十年間で最も大規模なレイオフ計画を立てていること。ただし、それはホワイトハウスから色々電話が掛かっているようであり、そのレイオフは現在の段階では先送りしていると思うが、いずれにしても失業率が増えてくる。フェデラル・リザーブの非公式な計算であるが、失業率が6.8%を越えてくると消費者のロー

ンポートフォリオに非常に悪影響があるというふうな計算もあるので、失業率の動向に目が離せない。それから二番目は、アメリカの地方経済は財政の3分の2を占めているが、均衡財政主義に基づいているので、10月の時点で46州のうち28州が当初計画予算の支出削減を計画、あるいは実施しているということである。第三は消費であるが、このクリスマス商戦が良いと言っているが、これまでの調査だとクリスマス商戦の始まる感謝祭当日の前年同日比とクリスマス商戦全体の関係を見ると、99年は初日こそ前年比+6.4%であったが、でき上がりは+6.2%、2000年は+4.6%に対して+3.1%、今年は+2.4%であるので仕上がりベースが非常に低くなるという可能性が強い。それからコンファレンス・ボードのアンケート調査によると、一世帯当たりのギフト購入予想額も462ドルということで、前年を5.7%下回っているので、クリスマス商戦も不振に終わるのではないかと思う。自動車が必要先食いをしていることは言うまでもない。

それからアメリカ以外に指摘しておきたいことは、アジアであり、アジアがどうもインターナショナル・キャピタル・マーケットで置いてきぼりになっているのではないかということである。ブルームバーグのデータを見ると、エマージング諸国による債券、株式等発行動向は、第1四半期422億ドル、第2四半期501億ドルの後、第3四半期は272億ドルと激減しているが、それに最も寄与しているのがアジアであり、第2四半期から第4四半期への減少幅を見ると、アルゼンチンのある西半球は56億ドルの減少であるが、アジアに至っては153億ドルの減少になっている。これは、アジア諸国がこれまでどおり順番に資金調達ができなくなっているということを物語っている。他方アジアは、ITバブルの崩壊により、経常黒字が急速に縮んでいるという危機に見舞われている訳である。

それから、後二点簡単に申し上げると、石油情勢については現在OPECと非産油国との協調が不完全であり、底値を探っている状態であるが、中長期的にいうと、アメリカとロシアがカスピ海の石油ということ巡って協調する可能性がある。その場合には、現在アメリカが15%ほど輸入しているサウジアラビアとアメリカの関係が非常に微妙になると

いうことである。最後に、アメリカの株式の動向を考えると、私はカウンタートレンドの終わりだと思う。これまで上げてきた9月21日から11月26日までのリバウンドは終了した。これからさらに下値を探りにいくが、何回も申したように9月21日の底値は大底ではないと思う。

金融政策については、これまで同様の提案を行なう積もりである。以上である。

速水議長

最後に三木委員である。

三木委員

まず、実体経済の動きであるが、日本経済はデフレ状況にあり、年末に向けて生産、物価ともにさらに落ち込む、景気は後戻りを続けており一段と厳しい局面にという前回の見解、こういった動きのままであって、その後の情勢に大きな変化は未だないということである。先行き生産と物価の下げ止まりがいつになるのかというのがポイントであるが、これもなかなかみえてこない。そういう中で、一、二点ということであるが、まず金融資本市場では、金融面では大手行が9月末の中間決算を発表したが、金融庁の特別検査を控えて、期末に向けて不良債権処理の積み増しが行なわれて、やっと前に進み出したということかと思う。市場ではやっと出てきたということで、マインド面に好影響を与えているし、株価にも若干反映されていると思う。問題はこれから先のシナリオだと思う。一部の銀行では剰余金が底をつき、中には法定準備金に手をつける先も出てきており、今後の不良債権処理の原資は、時価会計下での株の損失を考えると、唯一業務純益のみになるということである。今後格付のことも念頭においた銀行の体力ということを考えて、やはり自己資本の充実が必至のケースが出てくる。特に、信用創造機能の強化が叫ばれている中で、自助努力で限界がある場合は、公的資本注入も視野に入れざるを得ないと思う。今の最大の問題点は、もう既に何人か言われたと思うが、一つはデフレ・スパイラ

ルのリスクであり、二つ目は金融システム不安のリスク、この二点である。就中後者の問題、信用秩序の維持というのはまさに日銀の大きな一つの役目であるから、これについては特に今、日本銀行として、政府、金融庁と協力しながら取り組んでいかなければならない点だと思う。一点目のデフレ・スパイラルのリスクについては、やはり個人消費の動向とその前提になる雇用・所得環境がどのような動きになるのかということ、それから企業収益がこれ以上落ちないかという点に注意する必要があると思っている。それから二点目の金融システム不安の問題であるが、ペイオフ凍結解禁を控えて、金融システム不安のリスクは、銀行の不良債権処理加速の動き、つまりオフバランス化を含めたこの加速の動きが一体どうなるのかということでポイントは次の三つである。一番目は銀行が、要注意債権の融資先に対する見極めに本格的に踏み込めるかということ。これは生き残れる企業か生き残れない企業かとの判断、これを真摯に行なって、先行き生きられる企業には抜本的な再建策に企業、銀行双方が取り組むということだと思う。二番目は、不良債権の処理損失で体力が毀損しないように、やはり収益強化策に取り組むこと。これは一つは各銀行が今これから取り組もうとしているが、債権流動化による資産の圧縮、もう一つは店舗、人員等のリストラ、それから一番大事なものは、貸出スプレッドの適正化、こういった収益強化策。それから三番目は、やはり自己資本の増強、これが自助努力で行なえるか否か、以上の三つの点が大事なポイントになると思っている。なお、あらゆる自助努力を行なっても自己資本が不足する大手行については、公的資本注入も辞さないスタンスで臨むべきだということ強く感じている。

金融政策判断であるが、こうした状況の中、12月上旬に出てくる各種統計データがある。QE、短観、法人季報、こういったものの動きと、財政の動き、13年度の二次補正、14年度当初予算、こういったものが当面の政策判断の材料としては要注目ということだと思う。短期金融市場では金利が落ち着き、流動性に対する潤沢感が市場で確保されているもとでは、今回の金融調節方針については、引き続き当座預金残高6兆円以上を継続

したいということである。以上である。

速水議長

ここで自由討議、そして私の意見を言わせて頂きたいと思うが、竹中大臣が急遽官邸に呼ばれて、帰らなければならないということなので、皆様に了解を得たうえで、竹中大臣には先程の質問にあった中期経済展望について、回答と同時に意見があれば披露頂きたいと思う。宜しいか。

[全委員が賛意を表明]

では竹中大臣お願いします。

竹中経済財政政策担当大臣

大変申し訳ないが、11時40分に出なければいけないので順序を替えて先に発言させて頂く。

まず、申し上げるべきことは、11月26日の臨時閣議で内閣総理大臣から「緊急対応プログラム」を取り纏めるよう指示を受けており、これは、構造改革をさらに加速しながらデフレ・スパイラルに陥ることを回避するために策定するものであって、その裏付けとなる平成13年度第二次補正予算の編成を行なうということである。このプログラムに織り込む事業は、構造改革の加速に資する重点7分野、これは例の「骨太の方針」で示された環境、少子・高齢化、都市再生、人材育成等々の重点7分野で高い経済活性化効果が期待できる事業としており、12月中旬を目途に取り纏めることにしている。この第二次補正予算については、一方で国債発行30兆円以下という方針のもとで、政府の保有資金を最大限活用することにして、改革推進公共投資特別措置というのを実施する。これは国費ベースで一般・公共1.5兆円、施設費1兆円を目途に計2.5兆円の無利子貸付を行なうものであるが、これに地方を加えてそれなりの中規模の経済効果があるものにしたいと思っている。また、11月20日の経済財政諮問会議でデフ

レと不良債権問題を集中審議して、全体としてデフレ対応のための総合的な政策を議論する必要があるという認識で一致している。今後実務レベルで総合的に議論頂いた結果を踏まえて、さらにデフレ阻止に向けた政策のあり方を議論することになっている。こういった点を踏まえて、日本銀行におかれても政府の経済政策の取り組みを理解のうえ、政府と十分な意志疎通を図りつつ、デフレ阻止に向けて、適切かつ機動的な金融政策運営を宜しくお願いしたい。

若干付言させて頂くと、前回のこの委員会に出席してから、十数日の間で政府の政策は随分と動いたと思っている。先週の月曜日にこの二次補正について総理に意思決定をして頂いた。これは、基本的な認識はスパイラルにまだ入っている訳ではないけれども、スパイラルを防止するため、ペイオフ解禁を控えている金融の問題、世界の不安定な動向を考えて、このデフレ・スパイラルのリスクを回避するために中規模の補正が必要との判断をしたということである。さらには道路公団等々の特殊法人改革についても、はっきりとした形を出すということ、銀行の不良債権に関しては、これは色々評価があるかとも思うが、特別検査を実施するということのアナウンスメント効果がそれなりに現われてきていると認識している。加えて予算編成の基本方針と中期経済展望、これは先程須田委員から質問頂いたとおりであるが、これを明日の経済財政諮問会議で予算編成の基本方針を了承して、来週中に閣議決定する。中期展望については、12月を目途に纏めるが、その大枠は明日了承したいと考えている。今、大変混乱の中で医療制度改革をしっかりとしないと来年度予算を組めないということ、これは構造改革の非常に重要な中核になるが、これがまさに今この瞬間非常に一所懸命やっているところである。諮問会議ではその間、規制改革、デフレの問題、空洞化の問題等で集中審議をした。先程、須田委員から中期展望のまだ枠組みしか示していないが、その中での質問があった。質問の前半は、私は退室していて聞けなかったが、基本的にはこの集中調整期間の間で平均の成長率は大変低いものになったということであるが、その間にGDPが下がって物価だけ上がるというようなそんなマジックみたいなことは

想定していない。これはその期間を通じて平均ではゼロとか非常に低い、成長率は少しずつ構造改革の効果を通じて上がってくる、これは循環的な要因もあるが上がってくる、その中でデフレについても物価についても期間の後半はプラスになるようにもっていきたいという一つの政策の指針、見方を示したものであり、決してそういう矛盾したものではないと思っている。表示の仕方が期間の平均で述べているか、その期間の最後の数字で述べているかということはちょっと後でまた確認をする。問題は、それではどのようにして需要を引き出していくのかということだと思う。構造改革そのものは、経済のサプライサイドの効率性を高めるということに重点がある訳だが、しかしその中で、やはり期待成長率が高まるということが一番大きなポイントだと思う。では期待形成はいかにして高まるか、これは大テーマではあるが、先程申し上げたような幾つかの政策努力を、マーケットで消費者に、企業家に評価して頂いて、日本の経済が再び本来の成長力を発揮できるような状況を作っていくということが、政策努力の目標なのだと思う。その中で供給の健全化が需要の引き上げに繋がっていくと思う。シミュレーションそのものは、例えば全要素生産性(TFP)の伸び率が今の低い伸び率から何年度位の水準に回復するとか、開業率が何年度位の水準に戻るとかそういうことを前提にしてシミュレーションは行なう訳であるが、その背後にあるストーリーは日本の経済の供給サイドが健全化して、長期の成長期待が高まることによって、新しいメカニズムが出てくるというのが政策のストーリーである。ただいずれにしても、これは恐らく日本銀行も同じ悩みを持っていると思うが、デフレを克服したい、そのために柔軟な対策を採りたいという希望を持ちながら、でもそのデフレを克服するという政策目標とそれを実現するための政策手段が多くの特許家の間でもはっきりしていない。そういう意味では、未知の領域に我々は挑戦しなければいけないのだと思う。手段がはっきりしないから何もしなくていいということでは多分ない訳である。従って、デフレの集中審議でも特に新しい問題になると例えば物価目標とかデフレとかその言葉自身について、これは総理、財務大臣その他の関係大臣を含

めてであるが、イメージすることがどうも随分違っているようであり、その議論の整理をしっかりと事務的に詰めなければいけないのではないだろうかというのが、この経済財政諮問会議での一つの結論である。その意味で、関係する省庁の事務方に是非一度集まって頂き、その辺の議論の整理をして頂いて、その整理に基づいてさらに議論を深めていくこと、それが恐らく政府と日銀の一体感が大事だという指摘を委員のどなたかの発言にあったかと思うが、それを得るための一つの手続きなのではないかと思う。そうした中で、問題を議論していきたいと考えているのが今の現状である。モデルのストラクチャー等々について詳細な質問があれば、またさらに別途でも結構だが説明させて頂く。

速水議長

須田委員、宜しいか。

須田委員

基本的には、まだ途中だからということかも知れないが、GDPデフレーターで考えているように思う。GDPデフレーターが上昇するためには、賃金とか収益率が上がらなければいけない。この2年間の集中調整期間で一体それが上がるのかというのは、すごく疑問である。しかも、ほかのところでは、高コスト体質を改めて対日直接投資を増やすことが非常に重要であるという議論をしている。片一方でやはり下げようという部分も書かれている。そうするとやはり賃金とか収益率を上げなくてはいけないということ、この2年間のどこかで決まるとしてもこの2年の最後のところにはそれが上がらなくてはいけないというのは、やはり私はちょっと矛盾があるような気がする。だから、どういうところで一体感を出すかという部分に関しては、ここをプラスにしていくというのが私は一体感ではなくて、やはりデフレが悪化するのをどうしても防止するというところでの一体感がこの調整期間には必要であって、その賃金なり企業業績をプラスにするというところ、これは消費者物価ではなくGDPデフレーターであるから、

そこをこの中で上げていくというのは、やはり可能なシナリオを出していないといけないと思う。

山口副総裁

須田委員が先程言われたことについて、細部はともかくとして私も大筋似たような印象を持って展望のドキュメントを拝見した。その中で、これはまだ中間段階のものなので引用するのは余り適当でないかもしれないが、一方でデフレ阻止ということは政府にとっても非常に大きな課題であるということをおられるが、同時にデフレ阻止に向けた政府の主たる役割は不良債権問題の解決と民間需要の創出であるということで、ここはいわゆる財政出動的な発想に対して明確な歯止めを掛けているということだと思う。問題はこの不良債権問題の抜本的解決とか民間需要の創出について政府が色々とやるのが、いつ、どのような効果を需給バランスの改善という点に対してもたらすのかははっきりしない。これは誰にとってもはっきりしない話なので、はっきりさせて欲しいと申し上げているのではなくて、ここは極めて不確実と言わざるを得ないと思われるから、その不確実性が伴う集中的な調整の期間においては、大臣が先程言われたように、緩やかなデフレという位のものは、場合によっては甘受しなければいけないというのが論理的に首尾一貫した態度ではないかと思う。そこについては、日本銀行が主としてやってくれと、政府の役割は不良債権問題と民間需要の創出、これは規制緩和その他を言うておられるのだろうと思うが、政府はそちらに専念するので、後は日本銀行がデフレ阻止の主たる役割をやって下さい、と言われると、現在の金融政策の状況の中では非常な無理を言われているというふうに思う。

中原伸之委員

私は須田委員の言ったことにちょっと反対である。やはり企業家の立場から言えば、やはり不良資産を売って、それから借金を返してバランスシートを整理する。それからやはりリストラを中心としたコストカッティ

ングをして、その中で新しい事業を考える。そういうことをやれば必ずROA、あるいはROEが改善する、収益が上がる。ただそれがいつかということは、経営者の採る施策による訳で体力のあるところはそれを早くやろうと思うし、ないところは時間をかけてやろうと思う。また、あるところは市場から退場を迫られるが、そういうふうな調整をすれば私はどこかで必ず企業収益が好転すると思う。それがいつかと言うのは、今言ったように結局、経営者が判断して、どういうポリシーをとるかということにかかっていると思う。

山口副総裁

それは、専らミクロ的な話であって、須田委員はそれをマクロ的にみて言っている。

中原伸之委員

いやいや、それは理想的でなく必ずそういうふうに迫られる。

山口副総裁

それを迫られて企業部門全体としてそういうふうに動く場合は、マクロ的な帰結というのはそれはそれで大事なのではないか。

中原伸之委員

だからさっき言ったように、非常に不安定な時期を迎えている。

山口副総裁

大臣には失礼だったが、先程のような感想を持ったので述べさせて頂いた。

速水議長

その討議はまた後でお願いします。

竹中経済財政政策担当大臣

一点だけ宜しいか。須田委員の質問の趣旨は、相対価格と絶対価格のことを混同してはいないとは思いますが、そういう議論は注意しなければいけないと思っている。またその価格という場合に円で計った価格なのかドルで計った国際価格なのかということもあるから、どのような議論をするのかということも重要だと思う。山口副総裁が言われたが、要は、緩やかなデフレを甘受せざるを得ないのかどうかという点に尽きるのだと思う。しかし、まさにそこがストラクチャーが変わるということをどのように評価するかという問題なのだと思う。今、中原伸之委員が言われたように、現実問題として私も企業の収益というのはある時点から非常に回復してくると、これは企業家のヒアリング等々でもそのような感触を持っているし、それがやはりまさにストラクチャーをダイナミックに変えていくという効果になるのだと思う。それとマクロのコンシステンシーをどのように保つかということに関しては、恐らく色々な幅があって、このストーリーはかなり無理だというふうに感じられる方と、ミクロのダイナミックな変化を前提にして、これは十分可能だと感じられる方、その辺のグレーゾーンがあるということもそのとおりなのだと思う。ただ、もし緩やかなデフレというものを認めると、ひょっとしたらデフレの下での不良債権問題はいつまで経っても解決せず、日本経済はこの閉ざされた30年に入っていくというシナリオになるかもしれない。それは政府の政策のシナリオとしてはそれはあり得ないということなのだと思う。そのためにやはり未知の領域、グレーゾーンにかなり踏み込んだ議論をしなければいけないと思っている。そういうことも含めて経済財政諮問会議の集中審議でデフレの議論を行なって、それはあくまでも入口であるから、それを少し深めて頂きたい。こんなことは釈迦に説法であるが、例えば変動為替相場の議論はカナダでなぜ発達したか、それはやはりそういう問題に直面していたからだということなのだと思う。そういうことも深める是非良い機会にしたいと思っている。数字の問題については、これは是非やはり議論すべき非常に

価値のある問題だと思うので、このプロセスでまた、これは別途様々なところでやらせて頂きたいと思う。

速水議長

どうもありがとうございました。最後に言われた関係各省各部局の部局長クラスで話し合いたいということは、執行部の方には下ろしてあるので、執行部からお返事をさせて頂きたい。

植田委員

でも最後の方で+1%位にもっていくということは、出だしから途中はやはり緩やかなデフレということではないのか。

竹中経済財政政策担当大臣

途中はそうですね。それはだから先程申し上げた平均で議論するのと終わりで議論するのと、その議論はある。その数字は最終的にはまた別の問題である。

速水議長

どうもありがとうございました。時間ですからどうぞ。後は、薦田審議官に代わるということである。

(午前 11 時 37 分、竹中経済財政政策担当大臣退室)

(午前 11 時 39 分、薦田内閣府大臣官房審議官入室)

速水議長

それでは各委員の追加的な意見や議論があればどうぞ。

中原伸之委員

一点だけ申し上げると、内外ともにやはり突発的というかあるいは予期せざるような事態が起こってきて、それが日本に影響を及ぼす。例えば大成火災というのがテロによる保険金額の支払いで倒産して、CPがデフォルトになってしまった。そしてそれを入れていた中国ファンドが非常に減価して一般投資家に損害をもたらした。それから今朝の朝刊にも出ているが、エンロンがダイナジーとの合併交渉不調により格下げされ、実はエンロンの債券を買っているMMFがあり、これは日興証券等に入っているようであるが、損害を被る。そういう一般投資家のコンフィデンスを動揺させるような事件が起こりつつあるので、この点は余程気を付けていかなければならない。

速水議長

ほかに意見はあるか。ないようであればここで私の見解を少し述べさせて頂きたいと思う。

前回会合以降、新たに得られた指標を見ている限り、景気については、全体として調整が厳しさを増しているという前回会合での判断を変更する材料はなかったように思う。当面、12月に公表される短観やGDP統計、クリスマス商戦を含む米国景気の動向といったようなことをこれから注目したいと思う。この間に、金融面では、大手行を中心に銀行の中間決算が公表され、今年度の不良債権処理が従来計画を大幅に上回ることが明らかになった。詳細はまだ不明であるが、破綻懸念先以下の最終処理促進に加えて、不良債権予備軍とみなされてきた要注意先、特に大口過剰債務企業への引当てを積み増すといったようなことなどは、市場の信認回復に向けて一定の前進がみられるように思う。こうした動きに対して市場では、一旦銀行株が反発するなどポジティブな反応もみられたところである。しかし今回の不良債権処理で果たして十分かどうか、その後の収益力とか経営体力の回復といったような道筋がこれで描けるのかどうか、市場の厳しい吟味がこれから始まるのではないかと思う。先程も少し議論が出たが、

大手行の不良債権処理の積み増しに合わせて、これから大手行が抜本的な貸出資産のリストラをどうやってやっていくのか、先程の議論にもあったように、金利のスプレディングが起りつつあり、悪い企業では借りられなくなってくるといったような事態も起こるし、良い企業へはどんどん金が出ていくということも起こってくるだろうと思う。こういうことこそ、金融の構造改革としては自然であり、かつ当然の経過だと思う。資産内容の如何によって当該銀行への信認が決まっていて、将来の盛衰がそこで決まっていくということこそ、市場経済であり、自由経済ではないかと思う。この辺のところは今後の動き、あるいは推移を注意深くみていきたいと思うし、推進できるところは私共も金融政策面から推進させていきたいと思う。それに伴う出血がどういうふうな形で調整されていくかということも新しい課題の一つではないかと思う。今後、このような不良債権処理の促進とか銀行の健全化に向けた取り組みが、企業金融や経済情勢にどのような影響を及ぼしていくかを注視していきたいと思う。ペイオフ解禁を控えて、金融システムが不安定化したり銀行の融資姿勢厳格化から企業金融が厳しさを増すリスクには、十分目を凝らしていく必要があるが、反面、市場の信認が得られる形で健全化が進んでいけば、株価の上昇などプラスの側面が期待できると思う。こうした中で、金融市場において引き続き高水準かつ不安定な流動性需要が続く状況は変わっていない。

以上のような状況を踏まえると、金融政策面では、現在の調節方針を維持して、機動的かつ潤沢な資金供給を行ないながら、緩和効果の浸透を図っていくことが適当であると思う。

この間、政府の動きとしては本年度補正予算が成立するとともに、第二次補正、あるいは中期経済展望の議論が進んでいる。折に触れて申し上げてきたが、構造改革を進めていく過程において当面低成長を甘受せざるを得ないとすれば、これが物価を下げる方向に働く可能性が高いと思う。構造改革の重要性は繰り返すまでもないが、そのほぼ論理的な帰結として、成長率や物価動向に対して、短期的にはマイナスの影響を及ぼし得るという点は、しっかり念頭に置いておく必要があると思う。こうした中にあっ

て、物価の下落傾向をデフレ・スパイラルに繋げないことが重要であり、この点、持続可能な形で総需要を引き出していくということが最大の課題だと思う。そうした意味でも財政面を含めた政府の取り組みに期待したいと思う。以上である。

これまでの討議を踏まえて、さらに意見、議論があればお願いします。

須田委員

大臣が帰ってしまったが、先程、大臣が言われたシナリオをやるためにはかなり円安にならないと駄目だと思う。というのはモデル自体が為替の部分もすごく単純で、ただ内外の実質金利差、長期の実質金利差だけで実質為替レートが決まるという形になっている。実質金利が日本で下がればその分だけ実質為替レートが円安になると、その部分しか為替レートがない訳で、そういうものが中に入っていて決まってその結果として円安になるというような形にもしなっているのだったら、すごく現実の経済とかけ離れているモデルだと思う。為替レートがどういうメカニズムでどういうふうになるというシナリオが書かれていて、それが国際社会の中で認められるようなレートになり得るのかということも是非チェックしたうえで、展望を出して頂きたいと思う。

速水議長

その点については、初めは計画と書いて出してこられて、そこはかなり当初主張されたが、皆さんがやはり政策に書けない計画ではなくて、展望にしようということで大体合意が得られている。そういう性質のものと考えて頂きたい。かなり先は長いので、構造改革終結の後にどういう日本経済になっているかということまで書いたり議論したりしようとしている。勿論為替の問題は、一時にはできないことだと思うが、やや短期の問題になりかねないし、これがまた色々言ったり書いたりすると相場を動かすということになるので、この辺のところは非常に難しいところではないかなと思う。薦田審議官、何かあればどうぞ。

薦田内閣府大臣官房審議官

そういうことで結構である。

速水議長

ほかに意見がなければ、竹中経済財政政策担当大臣から話を伺っているが、薦田審議官からもし付け加えることがあればどうぞ。

薦田内閣府大臣官房審議官

特にありません。

速水議長

藤井財務省大臣官房総括審議官、遅くなったが宜しく願います。

藤井財務省大臣官房総括審議官

今、竹中経済財政政策担当大臣からも話があったように、先般11月20日に開催された経済財政諮問会議において、物価の継続的な下落防止への取り組みを政府の経済運営における重要政策課題と位置付け、政府、日本銀行が一体となって、断固たる姿勢で取り組んでいくということにしたところである。また、現在の厳しい経済の状況を踏まえ緊急対応プログラムを策定し、13年度二次補正（予算の編成）を行なうこととしたところでもある。

日本銀行におかれては、前回決定会合の11月16日以降、概ね9兆円程度の潤沢な資金供給を行なっており、当座預金残高を増やすことによって市場に安心感を与えるという心理的な経済下支え効果があるものと考えられる。従って、今後とも経済・市場動向を十分注視しつつ、これまでの方針を踏まえ、引き続き潤沢な資金供給を行なって頂きたいと考えている。

また、消費者物価指数を見ると、物価の下落が依然として継続している。従来から政府として申し上げているとおり、現在の持続的な物価下落は、企業活動や消費等様々な面で悪影響を与えており、日本銀行におかれては物価下落を阻止するための政策の論議を深めて頂きたいと考えている。

日本銀行として物価の継続的な下落を防止するため、中央銀行としてなし得る最大限の努力を続けていく方針である旨、表明もしておられる。依然として物価下落に反転の兆しがみられない中においては、人々の心理にも強く働き掛け、こうした日本銀行としての強い政策態度を市場に浸透させるとともに、これを実効有らしめるために、是非とも機動的に金融政策を運営して頂きたいと考えている。

その際、短期金利がほぼゼロという状況に陥った中では、従来の短期資産を中心とするオペの実体経済に与える効果は限定的であり、デフレ懸念を払拭するためには金融調節に当たり、新たな工夫を講じること等を含め、経済により効果のある政策を幅広く検討して頂きたいと考えている。政策委員各位におかれては審議に当たり、以上申し上げた考え方等につき理解を頂くようお願い申し上げます。以上である。

速水議長

ありがとうございました。

中原真委員

ただ今の審議官の話を聞いて、なるほどと思っはいるが、最近特に外債の問題について議論が相当出ているし、この政策委員会でも正式提案が出ている訳である。その後、伝え聞くところによると、財務大臣のコメント、あるいはこれもメディア情報に過ぎないが、省内での色々な見方も漏れ承っている。一方、ただ今の審議官の話の中で、短期の国債による調節はもう限界だと、工夫せい、という話だったが、そのようなことも踏まえ、たうえで、外債の問題について、どのような考えなのか。藤井審議官個人の意見でも宜しいが、選択としては、それは日銀の問題だといって突き放すか、あるいは暗黙の態度をとるのか、あるいは正式にコメントをするのか、どのような選択をされるのかも含めて、できれば伺いたいと思う。

藤井財務省大臣官房総括審議官

外債の購入については、私共の方も日銀法の関係等々含めて、よくこれから議論していく必要があると思っている。先般の自民党の金融問題調査会、財政部会、合同会議においても、この外債購入についての議論というのがあったと承知している。そのうえで、私共の今の状況を申し上げると、金融政策との関係で、政策委員会としてこの外債購入というものの効果として何が見込まれるのか。一つの考え方としては、円の流れだけに着目して考えれば、日銀による外債の購入はいわば金融機関に短期の円資金を供給するというだけで、その局面だけを限定すれば短期国債の買切オペと効果は同様であるとも考えられる。いずれにしてもそういう効果についてどのように考えるのかという整理をしていく必要があるのではないかと。それからさらなる金融緩和の手段として、ここ何回かこの場においても議論があったと思うが、外債の購入以外にも色々なものが考えられる。そうした手段と比較して外債を購入することの必要性というものを整理していく必要もあるのではないだろうかと思う。私共も内部的には引き続きこれからも勉強していきたいと思うが、是非その辺りについても一度きちっと整理をして頂く必要があるのではないだろうかと思っている。

速水議長

それでは宜しいか。それでは議案の取り纏めに移りたいと思う。先程の委員による検討によると、当面の金融市場調節方針について現状維持との意見が大勢を占めていたように思う。そこで私の方からその旨の議案を提出したいと思う。ほかに議案は、中原伸之委員からか。では正式の議案提出をお願いします。

[事務局より議案配付]

それでは事務局から中原伸之委員の議案と私の議案を読み上げてもらいたいと思う。

雨宮企画室参事役

読み上げる。中原伸之委員案が3本、議長案が1本である。まず中原伸之委員案を順番に読み上げる。1本目である。「金融市場調節方式の変更に関する件。案件。2001年3月19日決定の「金融市場調節方式の変更に関する件」(別添)の2.について、下記のとおり変更すること。対外公表文は別途決定する。記。2001年1~3月期平均の消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)のレベル(99.1)を基準として、2003年1~3月期平均の同指数について、その基準レベル(99.1)を維持ないしはそれ以上に引き上げることを目的として、1.の金融市場調節方式による金融市場調節を行うこと。以上。」。別添、3月19日の決定文であるが、本文で言及されている2.についてだけ読み上げる。「2.上記1.の金融市場調節方式を、消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで、継続すること。」。以上である。

2本目である。「金融市場調節方式の変更に関する件。案件。2001年3月19日決定の「金融市場調節方式の変更に関する件」(別添)について下記のとおり変更すること。対外公表文は別途決定する。記。4.を5.とし、4.として次の一文を加える。上記1.の金融市場調節方式のもとで、日本銀行当座預金を円滑に供給するうえで必要と判断される場合には、実務体制等の準備が整い次第、外債(海外で発行された外貨建て債券)の買入れを開始すること。以上。」。別添、3月19日の決定内容である。これは要するに4.を5.とし、言及されている文章は4.として加えるということであるので、読み上げは省略させて頂く。

中原伸之委員案の3本目である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとすること。対外公表文は別途決定する。記。日本銀行当座預金残高が10兆円程度となるよう金融市場調節を行う。なお、資金需要が急激に増大するなど金融市場が不安定化するおそれがある場合には、上記目標にかかわらず、一層潤沢な資金供給を行う。以上。」。

次いで議長案である。「金融市場調節方針の決定に関する件。案件。次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を下記のとおりとし、別添のとおり公表すること。記。日本銀行当座預金残高が6兆円を上回ることを目標として、潤沢な資金供給を行う。以上。」。別添対外公表文である。「平成13年11月29日。日本銀行。当面の金融政策運営について。日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した（全員一致 or 賛成多数）。日本銀行当座預金残高が6兆円を上回ることを目標として、潤沢な資金供給を行う。以上。」。

速水議長

私の議案は多数の委員の考えを集約して提示したものである。これで宜しいか。

[多数の委員が賛意を表明]

その他、質問、追加的な討議がありましたらどうぞ。

中原伸之委員

それでは提案理由を説明させて頂く。最初の案は、実質的な意味でプライス・レベル・ターゲティングである。これ以上物価を引き下げないという中央銀行のデフレと戦う意思を明確に示すために、CPIを明示的に目標化するということが一つ。それから第二は、期間を明示的に示すことにより抽象的な表現は改めて、政策対応について対外的にはっきり評価ができる形にするということである。この二つで日銀の政策遂行の度合いというのが評価できる。

それから二番目は外債の購入である。前回も話したが、これはどういう必要があるのかと、現在的手段で十分ではないかということも考えられるが、やはり段々とベースマネーと期間の短い、例えば短期国債とかそういう

うものの代替性が進んでくる。そうするとやはりなるべく非代替的な資産を買ったらどうだということになり、一つは勿論、国債があるが、そのもう少し先の方に外債がある。そしてもう少し先の方には、有価証券、株式とかあるいは不動産というものがあるが、そういう物は現在の段階では不適當であるということを考えて、現在の段階でなるべくベースマネーに非代替的な資産を買ってみたらどうだと思っている。それが期待等に好影響を与えるのではないかと思っている。それからどういう状況になったら買うのかということであるが、現在はデフレが深刻化しつつある状況である。私の判断では、デフレ・スパイラルに入っている、足を突っ込んだという段階なので、やはり現在買うべきではなかろうかと思う。それからどのように実施するのかということであるが、これも前回説明したが、毎月定期的に2千億円あるいは3千億円買う。2~3千億円買うとすると大体年間で3兆前後であるが、これは9月の末に行なわれた3.2兆円を使つての介入とは全く性質の異なるものであり、一定の為替水準を目的にして短期間に大量に資金を投入してそれを守ろうというものではない。定期的にベースマネーを引き上げるために買って行く。それから外国の反応は色々あると思うが、少なくとも今日までの時点ではアメリカの政府、あるいは金融当局の動きをみていると、反対はない。むしろ歓迎しているというふうに私は理解をしている次第である。

それから当座預金残高目標の10兆円への引き上げについては、これも毎回申しているが、やはり鉱工業生産の下落が止まっていないこと、物価の下落が継続していること、失業率が上昇してきたこと、その他実体経済指標の全般的な悪化等から見て、やはりデフレ・ギャップが拡大し需要の弱さに起因する物価圧力というものが一段と増大しつつある。そういった中で、やはり金融当局としては今一步踏み込んだ対応を打ち出すことが必要になると思っており、10兆円への引き上げを提案したいと思う。流動性の需要が大きい現在では、8兆、9兆というのは容易に作れる数字であると思うが、やはり流動性の需要はアコモデートするというだけではなく、もう少しよりアクティブにそれを上回る量を出して行くということが

必要だと思い、この提案をした。以上である。

速水議長

その他、質問、追加的な討議があればどうぞ。

山口副総裁

今出ている提案に対することではないが、先程、藤井総括審議官が言われたことに対して一言申し上げる。先程の発言の中でも流動性を大量に供給とか、物価の下落が止まるようになるまでと言われたと思う。また、中原眞委員が指摘された短期国債に代わるなどということも言われた。それらを全部合わせると、やはり流動性の供給をとことん追求することによって、物価の下落に対して歯止めが掛かるような状況を恐らく想定しておられるのだと思う。そういうことを金融政策としても願わくばやって欲しいというようなことが何となく滲み出ているが、私はそうだとすると、それはほとんど手段の如何を問わず流動性を供給することに限りなく近いことを言っておられると思う。そうだとすると、外債という特定の流動性供給手段について、効果やあるいは短期国債でやる場合との違いがどこにあるのかとかいうことについて、細かく検討したうえで結論を出すというのは、やや論理的に一貫しないという感想を持っている。流動性を徹底的に供給すべしという議論をなさるのであれば、手段はあらゆる手段を動員するということが論理的な帰結になると思うし、その手段の選択は日銀に任せて頂くほかない。そういう感想だけ申し上げる。

藤井財務省大臣官房総括審議官

相当程度私共の考えはそうだと思う。結局、具体的な手段はともかくとして、政府としてあるいは財務省としては、デフレをいかに阻止するのか、それについて実りある、実現でき得るための手段を是非議論して頂きたいというのが、我々の意見である。ただ、外債について、敢えてそういうことを申し上げたのは、現在の日銀法の法律の規定が為替についてある訳で

あるから、その規定との関係においてどういうふうに理解し、どういうふうに整理するのかという、いわば法律上の観点からその辺りの交通整理というのは、一方では検討して頂く必要があるのではないのかなということ、敢えて申し上げたのである。私共としてはデフレをいかに阻止するかという、それを実現するために具体的な手段について私共が一つ一つどうのこうのということの意見を今の段階で申し上げるのは如何かなという基本的なスタンスは、これは多分従来と変わっていないと思う。

速水議長

ほかにないか。それでは採決に入りたい。中原伸之委員の議案について採決を行う。議案は三つあるが、最初に「金融市場調節方式の変更に関する件」。政府からの出席者は恐れ入るが一旦退席願いたい。

[政府からの出席者退室]

内容は、消費者物価の指数のレベルをターゲットとする、これについて採決したいと思う。事務局は正式な議案を持ち回って委員から決裁を採った後に、報告して下さい。

[中原伸之委員の「消費者物価指数のレベルをターゲットとする議案」について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原伸之審議委員

反対：速水総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

棄権：なし

欠席：藤原副総裁

横田政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成1、反対7である。反対多数である。

速水議長

それではただ今の議案は否決された。次に「金融市場調節方式の変更に
関する件」。内容は外債の買入れに関する議案について採決する。事務局
は議案を持ち回って下さい。

[中原伸之委員の「外債買入れに関する議案」について事務局より決裁文
書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原伸之審議委員

反対：速水総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

棄権：なし

欠席：藤原副総裁

横田政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 1、反対 7。反対多数である。

速水議長

それでは第二の議案は否決された。続いて中原伸之委員の議案の三つ目、「金融市場調節方針の決定に関する件」について採決する。

[中原伸之委員の「金融市場調節方針の決定に関する件」について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：中原伸之審議委員

反対：速水総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

棄権：なし

欠席：藤原副総裁

横田政策委員会室長

採決結果を報告する。賛成 1、反対 7。反対多数である。

速水議長

それでは次に議長案の採決に入る。

[議長の議案について事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

山口副総裁

三木審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：中原伸之審議委員

棄権：なし

欠席：藤原副総裁

横田政策委員会室長

議長案の採決結果を報告する。賛成 7、反対 1。賛成多数である。反対は中原伸之委員である。

速水議長

それでは賛成多数で可決された。なお、中原伸之委員は反対ということなので、改めて反対理由を明確にしておかれないということであればどうぞ。

中原伸之委員

それでは申し上げる。一つは、わが国がデフレ・スパイラルの初期の段階にあり、また諸外国においても景気後退を懸念してFRB、あるいはECBが思い切った金融緩和を行なっている現在、日銀としても今の6兆円ではなくて思い切った量的目標を掲げるべきであるというのが、第一の理由である。第二の理由は、ディレクティブとして解釈に色々な余地がある、あるいは誤解を生ずるような余地があるという書き方をしており、しかも

執行部に過大な裁量権限を与えているということであるので、これは新日銀法の精神に則り明確にすべきというふうに思う。それから三番目として、現在のディレクティブが一体流動性対応モードなのか、あるいは景気対応モードなのかということが非常に不明確である。私に言わせれば単に流動性対応モードにしか過ぎないということであり、現在の景気の状態を考えると不適切であると思う。それからもう一つ、現在のディレクティブによるとこれは実体的にみる限り、金利ターゲティングをインプライしているということになっている。実際の金融調節は、0.01%を下回るようなレベルで安定的に金利を推移させているということであるが、これは3月19日に行なった金融調節方式の変更により、ある範囲内で金利が変動することを許容するというディレクティブに違反していると、金融調節方式の変更の趣旨に違反しているというふうに思うので反対する。以上である。

速水議長

それでは採決が終了したので、政府からの出席者をお呼びして下さい。

[政府からの出席者入室]

ただ今、政策委員会として、当面の金融市場調節方針として、「日本銀行当座預金残高が6兆円を上回ることを目標として、潤沢な資金供給を行う」とする議長案が賛成多数で決定された。金融市場局長はここに定められた方針に則って調節に努めるよう、これを以って指示するのでお願いする。

なお、決定事項の公表は会合終了後直ちに行なうこととする。

IV. 議事要旨（10/29日開催分）の承認

速水議長

それでは最後に、前々回10月29日の会合の議事要旨を承認頂きたいと思う。お手許の議事要旨に異議はないか。

[全委員が賛意を表明]

宜しいか。それでは、政策委員会としてこれを承認したいと思う。

[事務局より決裁文書を回付、各委員がサイン]

議決結果

賛成：速水総裁

山口副総裁

三木審議委員

中原伸之審議委員

植田審議委員

田谷審議委員

須田審議委員

中原眞審議委員

反対：なし

棄権：なし

欠席：藤原副総裁

横田政策委員会室長

決裁が終わりました。

速水議長

それでは政策委員会としてこれを承認することとする。この議事要旨は
12月4日火曜日の午後2時に公表する。

V. 閉会

速水議長

以上で本日の議事は全て終了した。次回の金融政策決定会合は、12月18日火曜日、および19日水曜日に予定している。本日はどうもありがとうございました。

(午後12時21分閉会)

以上